RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

2010

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.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci

F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi

Consulenza ICT ed Organizzativa

N. Casalino

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.

INDICE SOMMARIO

PARTE PRIMA

FRANCESCO CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione: (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*.....1

MATTEO DE POLI, *Mezzi di pagamento 'alternativi' e solutorietà* 42

FRANCESCO GUARRACINO, *L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale* 75

RAINER MASERA, *Towards a new regulatory and supervisory framework of the financial sector in Europe: role and contents of the AIFMD, with specific reference to Non-Listed Real Estate* 108

GIUSEPPE NICCOLINI, *Sociale e parasociale nell'iniziativa collettiva* 149

DOMENICO SICLARI, *Norme d'emergenza sui mercati finanziari e stato d'eccezione "conservativo"* 163

PASQUALE DE LISE, *Note a margine del libro Mercati e Istituzioni in Italia di Enzo Cardi* 193

FABIANO COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama* 201

ANTONELLA ANTONUCCI, *Il costo del credito* 226

PIERDOMENICO DE GIOIA-CARABELLESE, *"Derivatives" in the light of recent financial insolvency procedures (Lehman Brothers) and through glimpses of comparative analysis* 234

ANGELA TROISI, *Conflitto di interessi e servizio di consulenza finanziaria* 257

SANDRO AMOROSINO, *Banche ed imprese in crisi tra funzione istituzionale creditizia e tutela del risparmio* 278

ELEONORA VENTURI, *Le politiche di remunerazione nelle imprese finanziarie (dal contesto internazionale alle nuove regole europee)* 291

GIANCARLO MONTEDORO, *Nomos e Grundnorm in Europa ed al di là dell'Europa* 338

FRANCESCO CAPRIGLIONE, *L'innovazione delle regole bancarie e finanziarie nel ricordo di trent'anni di insegnamento* 373

PARTE SECONDA

VALERIO LEMMA, *Economia e diritto dei mezzi processuali.* (*azione e resistenza* temeraria) (Corte di Cassazione, 12 ottobre 2009) 1

MAVIE CARDI, *I contratti di investimento immobiliare e la problematica dell'offerta al pubblico* (Corte di Cassazione, 17 aprile 2009, n. 9316) 25

SIMONE MEZZACAPO, *Raccolta del risparmio tra il pubblico – Deposito Irregolare – Servizi di pagamento – Mandato di pagamento – "peer-to-peer lending"*
(Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio, 12 dicembre 2009) 45

ANDREA MIGLIONICO, *Intermediazione finanziaria – Obbligazioni Lehman Brothers - Valutazione di rating – Rilevanza – Inesistenza di valutazioni negative relative al titolo – Inadeguatezza dell'operazione – Esclusione contratti di investimento immobiliare e la problematica dell'offerta al pubblico*
(Tribunale di Venezia, 5 novembre 2009) 82

EMILIO DE LILLO, *I controlli di vigilanza in sede di acquisizione di partecipazioni rilevanti: un primo vaglio del giudice amministrativo.*
(Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio, 23 febbraio 2010 n.2826) ... 104

ANDREA MINTO, Crisi economica generale e presentazione di piani di risanamento: nuovi spunti in tema di ampiezza dell'indagine valutativa per l'appostazione a "sofferenza" nella centrale dei rischi
(Tribunale di Parma, 30 giugno 2010 n.1832) 157

DAVIDE SICLARI, *Discrezionalità, proporzionalità e dimensione della banca nella determinazione della misura delle sanzioni amministrative.*(Corte Suprema di Cassazione, Sezione Seconda Civile, 15 giugno 2010, n.14305)..... 189

MIRELLA PELLEGRINI, *L'inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato.*
(Tribunale di Milano, VI Sezione Civile, 6 ottobre 2010, n.12942) 208

EUROSCLEROSI E GLOBALIZZAZIONE.

(*CONTRO UN POSSIBILE RITORNO ALL'EUROSCETTICISMO*)*

ABSTRACT: *The term "Eurosclerosis"- used since the 1980s to describe the state of European economic malaise in comparison to the U.S. economy - today takes on a meaning symptomatic of the "severe crisis" now threatening the Old World. An analysis of how public authorities have intervened in several countries by adopting anti-crisis measures highlights the regional context of their intervention. It has become evident that the legal-economic convergence that formed the basis of the construction of the European Union, has not resulted in the creation of "a concept of solidarity" amongst EU Member States. Europe – heavily tested by the "Greek predicament" and its resulting implications for the maintenance of adequate levels of supranational cohesion – highlights the possibility of a return to Euroscepticism, and the possibility of a trend of distrust for the "technical structure" upon which the EU is based. In this context, it appears particularly relevant the German Constitutional Court's opposition to any transformation of the European Community into a 'political union'; while, on the other hand, the memory of certain failures in the past (most notably the failure of the unified Latin American currency) fuels concerns. The undeniable advantages of adopting a single currency, however, shall suggest not to lose the guarantees that the Euro is able to offer, the need to rethink the entire structural operation of the European Union, to leave behind the logic of compromise, and to renounce possible hegemonic trends in order to rewrite rules which would express a renewed "willingness to be united", conducive to achieving an actual cohesion in the organizational structure of European institutions.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La crisi e gli interventi a sostegno della economia. - 3. Situazione post-crisi: globalizzazione e limiti dell'Eurosistema. - 4. Il «caso Grecia» e le sue implicazioni a livello regionale europeo. - 5. L'ipotesi di un «Fondo monetario per l'Europa». - 6. Il possibile ritorno all'euroscetticismo (*i.e.* lo spettro dell'*Unione monetaria latina*). - 7. Ripensare le regole dell'Unione europea in una rinnovata logica di responsabilità.

Haec tempora quibus nec vitia nostra, nec remedia pati possumus

(T. LIVIO, *Storia di Roma*, prefazione, paragr. n. 9)

1. È nella metà degli anni ottanta del novecento - allorquando la Comunità europea, dopo la crisi economica del decennio precedente, viene a trovarsi in una fase di stallo nella costruzione del mercato interno - che si fa ricorso per la prima volta al termine *eurosclerosi* per indicare le difficoltà ed il clima d'incertezze in cui versa l'Europa rispetto agli altri paesi dell'area Ocse[1].

(*) Il presente saggio è destinato agli «Scritti in onore di Marcello Foschini»

[1] Ed invero il tasso dell'inflazione (6 per cento) e quello di disoccupazione (11 per cento) risultano assai più alti che altrove; nel 1984 la crescita del reddito si attesta al 2,4 per cento rispetto a tre volte tanto negli Stati Uniti ed al doppio nel Giappone, cfr. FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *World Economic Outlook*, October 1985, Washington, pag. 2 (Table 1).

Detto termine all'epoca viene utilizzato per indicare il diverso, più arretrato, grado di sviluppo (soprattutto per quanto concerne la produzione e l'occupazione) del contesto regionale europeo rispetto agli Stati Uniti d'America; esso è rappresentativo, dunque, di una realtà (causata dagli avvenimenti economici che si sono susseguiti a partire dagli inizi degli anni ottanta) che si caratterizza per il deprezzamento delle valute (rispetto al dollaro ed allo yen), per elevati tassi di inflazione e per la rigidità del mercato del lavoro, in breve per un insieme di «mali» che tendono a sopraffare la stabilità degli Stati comunitari, minando alla base la realizzazione del progetto di un compiuto coordinamento delle politiche economiche, di bilancio e monetarie.[2]

Sulla realtà giuridico economica così qualificata impattano alcuni significativi interventi di regolazione che, nella seconda metà del decennio in parola, evidenziano gli sforzi compiuti dalla Comunità per fuoriuscire dall'indicata situazione di *empasse* ('Atto Unico Europeo' del 1986 e 'Rapporto Delors' del 1989)[3]. Viene per tal via azionato un meccanismo normativo che conduce alla revisione dei trattati di Roma, attuata in vista del rilancio del processo di integrazione europea e della costruzione di un'area di

[2] Già agli inizi degli anni novanta del novecento, si rinviene in letteratura e sulla stampa specializzata il richiamo al concetto di eurosclerosi per indicare «the economic, social and industrial slough of inertia that virtually paralyzed Europe in the early 1980s», donde il carattere emblematico assunto da tale espressione, utilizzata anche in seguito per indicare una situazione di «economic disease is usually touched off by overspending or overborrowing to maintain living standards»; cfr. al riguardo MALKIN, *Remedies Appear Slow and Painful : U.S. Economy Catches a Case of 'Eurosclerosis'*, The New York Times, 18 agosto 1992.

[3] Il testo del *Rapporto sull'Unione economica e monetaria nella Comunità europea* elaborato dal Comitato Delors è pubblicato nel *Bollettino economico* della Banca d'Italia, n. 13, ottobre 1989; per commenti cfr. tra gli altri ANTA, *Il rilancio dell'Europa. Il progetto di Jacques Delors*, Milano, 2004, ove si sottolinea che, dopo il periodo di "eurosclerosi" degli anni ottanta, Delors ha contribuito in modo pragmatico al rilancio della costruzione unitaria europea, ispirandosi al progetto politico dei padri fondatori della Comunità.

sicurezza comune idonea a consentire la realizzazione del mercato interno.

Si addiviene quindi alla definizione di rilevanti modifiche istituzionali che innovano le forme di cooperazione europea dando vita all'Unione monetaria che troverà compendio nel 'Trattato di Maastricht' del 1992[4]. A fondamento di tali eventi v'è un impulso (di natura squisitamente politica) alla coesione ed al superamento dei limiti di un mercato che, per un verso, appariva privo della riferibilità ad un'unica politica monetaria, per altro risultava ancora gravato dall'onere di una «omogeneizzazione normativa che ... (necessitava ancora di) ... una lunga e complessa azione ... a livello comunitario»[5].

Il richiamo all'*eurosclerosi*, riguardato nella accezione di cui sopra, evidenzia la sua portata semantica nell'identificare un complesso di difficoltà o, comunque, di disfunzioni operative (rivenienti soprattutto dalle carenze della regolazione all' epoca vigente) che incidono negativamente sulle possibilità di sviluppo della Comunità. A ben considerare, infatti, la locuzione di cui trattasi - almeno nella sua originaria formulazione - non denota particolare ampiezza sul piano filologico; nel riferimento alle criticità che ne legittimano l'utilizzo, essa appare circoscritta alla individuazione dei soli fattori che possono limitare l'operatività e

---

[4] Per una valutazione dei profondi cambiamenti realizzati dal Trattato di Maastricht cfr., tra gli altri, PADOA SCHIOPPA, *Riforme istituzionali al vertice. Il trattato sull'Unione europea*, in *Il Mulino*, n. 339, gennaio-febbraio 1992; ID., *L'Europa verso l'unione monetaria*, Torino, 1992; GUARINO, *Verso l'Europa ovvero la fine della politica*, Milano, 1997, opera nella quale la realizzazione dell'U.M.E. assurge a presupposto di una costruzione volta ad enfatizzare il primato della tecnocrazia. Significativo, infine, il *working paper* della Commissione europea intitolato *Una vita più facile. I mille vantaggi del mercato unico,* 2002, che descrive alcuni tra i molti vantaggi di cui beneficiano i cittadini europei a seguito della realizzazione dell'Unione monetaria.

[5] Così SANTINI C., *L'avvio del mercato interno e le prospettive dell'unione economica e monetaria*, in AA.VV., *Il recepimento della seconda direttiva in materia bancaria*, a cura di Capriglione, p. 20.

la competitività degli Stati comunitari, non si estende a ricomprendere quindi ogni possibile, ulteriore elemento distorsivo della stabilità e, più in generale, della progettualità di una «casa comune».

In sintesi, può dirsi che negli anni ottanta del sec. XX si ricorre a tale terminologia solo per rappresentare lo *status* di deterioramento (*rectius*: di invecchiamento) in cui versava il programma di una crescente cooperazione tra gli Stati della Comunità. Da qui l'uso prodromico della stessa per ricercare adeguate innovazioni metodologiche della formula organizzativa europea, sì da evitare per il futuro un aggravio della decadenza (desumibile dalla comparazione con gli altri Paesi dell'OCSE) del ruolo svolto dal *vecchio continente*.

In prosieguo di tempo, detta locuzione è stata abbandonata; i recenti accadimenti economico finanziari fanno, tuttavia, ritenere opportuno recuperarne l'utilizzo in vista della proposizione di opportuni cambiamenti d'ordine strutturale a livello istituzionale europeo. Ed invero, anche oggi, come nel passato (allorché si fece ricorso a tale colorita espressione), siamo in un momento di stallo del processo di europeizzazione avviato oltre mezzo secolo fa; sicché, come si tenterà di dimostrare nel presente lavoro, necessita ripensare, o più esattamente ridefinire, le regole per una equilibrata e stabile convivenza tra popoli che, pur essendo coesi sul piano delle convergenze economiche e legali, restano ancora molto lontani con riguardo all'aspettativa di un'unificazione politica.

2 Un possibile ritorno all'uso del termine *eurosclerosi* oggi assume valore sintomatico nel riferimento ad una realtà giuridico

economica la cui definizione, a differenza del passato, va ben oltre l'esigenza di riforme ovvero di una revisione dei suoi elementi costitutivi. È d'intuitiva percezione, infatti, l'incidenza della recente crisi finanziaria sul progetto d'unione europea: le gravi implicazioni rivenienti dalle turbolenze in parola hanno alterato la stabilità dei sistemi economici, ponendo in serio rischio la possibile attuazione del programma comunitario. La consistenza di quest'ultimo è stata messa a dura prova, con conseguente emersione di profili di criticità che ne minano alla base la credibilità e riconducono ad antiche logiche di *euroscetticismo*, da tempo accantonate come anacronistiche e relegate nelle pagine della storia.

In altra sede abbiamo esaminato le conseguenze negative della bufera economico finanziaria abbattutasi sul pianeta a seguito della facile concessione di mutui *sub prime* e dell'incontrollata esplosione del fenomeno dei *derivati*[6]; ciò nel riferimento agli effetti di una politica protesa verso un'inarrestabile crescita quantitativa, ritenuta ipotizzabile in un contesto disciplinare caratterizzato dalla mancanza di adeguate garanzie per la salvaguardia della stabilità dei sistemi[7].

L'analisi delle modalità con cui i pubblici poteri sono intervenuti nei diversi paesi ha evidenziato una comune convergenza verso l'obiettivo della prevenzione di generalizzati dissesti, si è

---

6 Cfr. CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Cap. II, Sez. II, paragr. n. 12.

7 Cfr. VISCO, *La crisi finanziaria e le previsioni degli economisti*, Lezione al Master di II livello in Economia Pubblica presso l'Università La Sapienza, 4 marzo 2009, il quale puntualmente ricorda che «i problemi emersi nel 2007 nei mercati dei prodotti strutturati legati ai mutui *subprime* hanno sì scatenato la crisi, ma le condizioni perché essa potesse avviarsi e propagarsi rapidamente si erano gradualmente accumulate nel tempo»; in argomento v. altresì MASERA R., *The Recent Disruptions in Financial Markets: implications for the implementation of Basel II* e ID., *Financial turbulence and the capital standard paradigm: a sequel*, in «Quaderni del Club Università G. Marconi», 2008, 1, p. 5 ss. e p. 43 ss.

mirato ad impedire che gli intermediari fossero travolti dai fallimenti del mercato. All'azione di *salvataggio,* attuata in alcuni paesi nella forma della «nazionalizzazione»[8], fa riscontro in altri la predisposizione di «fondi pubblici» finalizzati all'acquisto di titoli tossici, di banche e società finanziarie[9], nonché l'adozione di provvedimenti d'urgenza che, impattando sul quadro disciplinare, ne hanno modificato significative parti[10] (ovvero hanno consigliato la proposizione di progetti di riforma della regolazione speciale).

Gli orientamenti dei governi volti a conseguire forme di rafforzamento dei sistemi economici appaiono differenziati nell'individuazione sia dei destinatari delle misure anticrisi (*i. e.* imprese, banche, enti locali, ecc.), che delle modalità tecniche all'uopo utilizzate (ammortizzatori sociali, *social card*, aiuti finanziari, riduzioni fiscali, ecc.)[11]. Per converso, costituisce un da-

---

[8] E' il caso, ad esempio, della banca *Northern Rock* nazionalizzata in Gran Bretagna con il *Banking (Special Provisions) Act* 2008.

[9] Ci si riferisce alla legislazione di emergenza statunitense che ha previsto la possibilità per il Tesoro di acquistare direttamente azioni di banche e società finanziarie (*Treasury Announces TARP Capital Purchase Program Description*, ottobre 2008); cfr. l'audizione parlamentare del presidente del *Board of Governors del Federal Reserve System* BERNANKE, *Troubled Asset Relief Program and the Federal Reserves liquidity facilities*, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, novembre 2008.

[10] Significativa, al riguardo, la possibilità consentita agli azionisti di minoranza di far parte del C.d.A., onde favorire l'acquisto di partecipazioni nel capitale delle banche in crisi, cfr. Federal Reserve Board, *Policy statement on equity investments in bank holding compagnies*, september 2008.

[11] Si vedano sul punto le *Joint press lines* del *Informal meeting of Heads of State or Government*, tenutosi a Brussels, il 1° marzo 2009 (reperibile sul sito *www.consilium.europa.eu*), ove «recognising clear differences between the Member States in central and eastern Europe» si sottolinea la necessità di «review the assistance already made available»; cfr. altresì POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Cambridge (MA), 2009, p. 41 ss.; DE POLI, *Crisi finanziaria e salvataggio delle banche inglesi. Il banking act 2009*, supplemento al n. 1 della *Rivista Trimestrale di Diritto dell' Economia*, 2009, reperibile sul sito www.rtde.luiss.it.

Per valutazioni e commenti della legislazione d'emergenza adottata dal governo italiano cfr. tra gli altri CERA, *La crisi finanziaria, le banche e l'intervento dello Stato fra leggi, ibridismi e prefetti*, in *AGE – Analisi Giuridica dell'Economia*, 1/2009, p. 50; RISPOLI FARINA, *Note a margine dei "Tremonti bond"*, in *Le società*, 2009, p. 769 ss; DE CARLI, *Considerazioni di sistema su crisi economica e specialità normativa in materia di banca e finanza*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, p. 1195 ss.

to comune (nel modello d'intervento adottato nei principali paesi dell'area occidentale) il ricorso ad una «iniezione di capitali sotto forma di azioni, warrant o obbligazioni convertibili»[12]; rimedio, quest'ultimo, che appare preordinato alla prioritaria finalità di immettere liquidità nei mercati, onde evitare ulteriori effetti degenerativi della crisi[13].

Aspetto particolarmente significativo degli accadimenti patologici in parola è stato il cedimento della supervisione pubblica, stante l'evidente difficoltà con cui l'attività di vigilanza ha fronteggiato l'avvento della crisi nell'ambito europeo e, più in generale, in quello globale[14]. Come recentemente è stato sottolineato, si è riscontrata un'«insufficiente armonizzazione delle normative prudenziali»[15], con ovvia, conseguente incertezza nell'individuare soluzioni condivise con riguardo alle tecniche necessarie per il superamento delle criticità, incertezza dovuta anche ad una ridotta capacità di analisi dei rischi macroprudenziali[16].

Strettamente connessa alle accertate carenze delle forme del controllo pubblico è l'avvertita esigenza di ridefinirne gli ambiti

---

[12] Cfr. CANTONI, *Le banche e la crisi. Storia, etica, problemi, soluzioni*, Milano, 2009, p. 68. .

[13] Cfr. CANTONI, op. cit., p. 73, ove si fa espresso riferimento alla strategia seguita dal governo italiano fondata essenzialmente su tre pilastri: a) intervento finanziario per accrescere il capitale delle banche fondamentalmente sane; b) potenziamento del ruolo della Cassa Depositi e Prestiti; c) maggiore rilievo della Sace sul versante delle garanzie offerte alle imprese.

[14] Cfr. SARCINELLI, *Nuove regole e mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2009, 1, p. 31 ss.; SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in Rivista trimestrale di diritto pubblico, 2009, p. 45 ss; v. altresì le precisazioni formulate da TRICHET, *Remarks on the future of European financial regulation and supervision*, al Committee of European Securities Regulators (CESR), Parigi, 23 febbraio 2009, ove si sottolinea: «The system must strengthen itself and build up its own defences. I propose a strengthening of the financial system that focuses on three goals: long-term sustainability, improved resilience and a holistic perspective».

[15] Cfr. BOCCUZZI, *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Torino, 2010, p. 185 ss.

[16] Cfr. al riguardo le riflessioni contenute in AA.VV., *The Great Financial Crisis*, a cura di Masera, Roma, 2009.

disciplinari; ciò previa determinazione di più coerenti criteri di rispondenza dell'operatività posta in essere alla sana e prudente gestione degli intermediari. Consegue la proposta di una nuova architettura della supervisione bancaria in Europa - agli inizi del 2009 rappresentata dal Gruppo di lavoro presieduto da J. de Larosiere[17] - incentrata sulla costituzione di due nuovi organismi l'*European Systemic Risk Council* e l'*European Systemic of Financial Supervision* cui affidare la realizzazione di una vigilanza preordinata al raccordo tra analisi macroprudenziale ed operatività *cross-border*. La predisposizione di opportune forme di coordinamento tra le competenti autorità nazionali di supervisione e detti organismi di controllo fa da presupposto in una costruzione disciplinare volta ad assicurare adeguati livelli di stabilità del sistema finanziario europeo[18].

Si delinea, quindi, una complessa problematica che spazia dalla configurazione degli assetti partecipativi ai *Boards* di nuova istituzione (stante il supporto tecnico che la Banca Centrale Europea dovrebbe fornire all'*ESRB*), alla puntualizzazione delle funzioni delle nuove autorità (distinte per settori d'intermediazione) che dovrebbero entrare a far parte

---

[17] I risultati elaborati da tale Gruppo di lavoro sono stati resi noti nel febbraio 2009 in un apposito documento nel quale si fa presente l'insufficienza della vigilanza bancaria europea (ed internazionale) a prevenire l'attuale crisi.

In particolare, si evidenziano le responsabilità di una supervisione che non ha saputo superare i numerosi problemi riconducibili, tra l'altro, a: (a) mancanza di un adeguato sistema di controllo macro-prudenziale; (b) *early warning mechanisms* inefficaci; (c) problematiche legate alla competenza nella risoluzione delle difficoltà emerse; (d) fallimenti nella definizione di soluzioni comuni su base *cross-border*; (e) carenza della necessaria cooperazione a livello di vigilanza; (f) assenza di sistemi di supervisione coerenti fra i diversi Stati membri; (g) scarse risorse assegnare alle commissioni di terzo livello; (h) inattività degli organismi di controllo, non sostenuti da un sistema di regole in grado di coadiuvare univocamente la loro azione.

[18] Si addiviene, quindi, al superamento dello schema organizzatorio fondato sui Comitati di cooperazione di terzo livello (CEBS, CERS E CEIOPS) che vengono sostituiti con altrettante autorità (EBA, per la vigilanza bancaria, EIOPA, per quella assicurativa, e ESA, per quella sui valori mobiliari).

dell'ESFS[19]. Gli ulteriori compiti attribuiti agli organismi in parola (come quello di intervenire nei casi di eventuali disaccordi a livello nazionale ovvero di violazione delle regole comunitarie) consentono di aver ben chiaro il quadro delle innovazioni disciplinari individuate in sede Ecofin in vista della realizzazione di un sistema integrato di vigilanza in Europa; innovazioni tuttora all'esame del Parlamento europeo dove stanno emergendo delicate questioni sulle soluzioni di compromesso adottate dal Consiglio Ecofin e, dunque, sul carattere definitivo delle scelte compiute[20].

3. La realtà post-crisi si caratterizza per un diffuso senso di stupore e confusione causati dal ristagno e dalla recessione economica conseguenti agli eventi patologici in parola. Agli incessanti interrogativi sulle cause di tanta turbolenza finanziaria fa riscontro (come si è visto) l'affannosa ricerca di vie d'uscita, di soluzioni che rechino rimedi non di tipo contingente ma strutturale, che impediscano la deriva dell'economia mondiale. E' unanime il

---

[19] Sotto il primo aspetto, è il caso di ricordare che il progetto di assegnare alla BCE compiti e responsabilità diretta in materia di supervisione trova un limite nella previsione del disposto dell'art. 105, comma 5, del Trattato della CE - che circoscrive l'attività del SEBC *in subiecta materia* ad un contributo finalizzato alla «buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario», come avevamo modo di osservare anni addietro, cfr. CAPRIGLIONE, *Moneta*, (voce) in *Enc. dir.*, aggiornamento, 1999, p. 761 ss -, limite oggi rimovibile dalla procedura semplificata di modifica dei Trattati CE introdotta dal Trattato di Lisbona, v. il nostro *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, Cap. III, Sez. I, paragr. 6. (in corso di stampa)

Con riguardo al secondo profilo, rileva soprattutto la difficoltà di procedere ad un adeguato riparto di competenze tra le autorità europee e quelle nazionali «considerati gli interessi generali che entrano in gioco nella valutazione delle operazioni della specie», v. così BOCCUZZI, op. ult. cit., p. 189.

[20] Sul punto cfr. CAROSIO, *Hearing at the Economic and Monetary Affairs, Committee of the European Parliament*, Brussels, 26 gennaio 2010; in precedenza ID., *Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi*, Audizione dinanzi alla Commissione Finanze e Tesoro del Senato della Repubblica, Roma, 16 dicembre 2009, ove si sottolinea che le decisioni assunte dal Consiglio Ecofin «per alcuni aspetti non realizzano appieno il potenziale innovativo dello schema di riforma contenuto nel Rapporto de Larosiere».

convincimento che la strada da percorrere è lunga e tutta in salita. Permane il dubbio sulle rassicurazioni fornite dalla politica; appaiono inequivoci i timori, le giuste preoccupazioni di quest'ultima, l'intento di evitare che il panico dilaghi, dando ulteriore spazio alla sfiducia nel mercato e, dunque, a nuove forme di slittamento cui potrebbero ricollegarsi *guasti* irreparabili.

Detta situazione emerge appieno nella sua complessità dalle parole di un insigne protagonista del mondo economico finanziario: «il ritorno alla crescita è ancora fragile, segnatamente nell'area dell'euro. L'occupazione tarda a riprendersi. Le condizioni del credito alle piccole e medie imprese, tuttora stringenti, frenano la ripresa»[21]. Il quadro prospettico che viene delineato appare tutt'altro che rasserenante: da esso si evincono ancora diffuse incertezze, dovute alle difformi modalità di reazione alla crisi registrate nelle diverse aree del pianeta. Ciò induce a ritenere che - nonostante il presente allentamento delle tensioni sui mercati finanziari internazionali rispetto al precedente biennio - il cammino per un ritorno alla normalità, come testé si precisava, è tuttora pieno di difficoltà.

Per quanto concerne, in particolare, il contesto regionale europeo, i recenti eventi patologici evidenziano l'esigenza di più stringenti regole prudenziali a sostegno della stabilità delle banche, nonché di verifiche che consentano di contenere il rischio di liquidità e di evitare forme operative «con modelli di *business* particolarmente rischiosi ... all'origine della crisi»[22]. A livello sistemico, rileva lo scenario nel quale - a fronte della ricerca di

[21] Cfr. DRAGHI, *Intervento* alla annuale riunione dell'AIAF - ASSIOM - ATIC Forex, Napoli, 13 febbraio 2010, bozze di stampa, p. 3.
[22] Cfr. DRAGHI, op. ult. cit., p. 6.

strumenti idonei a «ripristinare in maniera appropriata ed efficiente le condizioni dell'economia»[23] - si individuano le discrasie di una «unione» caratterizzata dalle differenziate situazioni economico-finanziarie degli Stati che ad essa partecipano.

L'Eurosistema ha mostrato appieno i suoi limiti, connessi alla carenza di una coesione necessaria per superare momenti di crisi, come quello che ora stiamo attraversando. Ne sono riprova la disparità di vedute tra paesi occidentali ed orientali in ordine alle possibili soluzioni da adottare nella prospettiva di interventi volti a consentire l'uscita dalle «secche» nelle quali è certo il naufragio[24], nonché il tenore delle determinazioni cui si è pervenuti negli «incontri» tra i Capi di Stato e di Governo dei Ventisette. Ed invero, queste ultime si presentano con carattere di peculiare genericità, essendo circoscritte alla mera rappresentazione dell'esigenza di dover procedere al «rafforzamento» della stabilità finanziaria «in tutta Europa» (sulla base di analisi della Commissione europea e delle istituzioni finanziarie internazionali) ovvero della necessità di provvedere affinché l'Ecofin tenga sotto controllo l'evolversi della situazione e predisponga «possibili azioni concrete» attraverso un approccio «caso per caso»[25].

Come sempre accade, la presenza di situazioni patologiche agisce da catalizzatore nel fare emergere i limiti che contraddistinguono le «costruzioni» geo-economiche non sufficientemente sedimentate su comuni fondamenti politico-giuridici e su una consolidata unione culturale. Come si è anticipato, a poco valgo-

---

[23] Come è dato leggere nelle *Joint press lines del Informal meeting of Heads of State or Government*, cfr. Plus del IlSole24Ore.com del 1° marzo 2009.

[24] Cfr. l'editoriale pubblicato su *IlSole24Ore.com* del 28 febbraio 2009, con il titolo «*Vertice Ue, Paesi euro e dell'Est quasi separati in casa*» ove si fa riferimento alla proposta del premier ungherese, Ferenc Gyurcsany, di un intervento da 100 miliardi di euro.

[25] Cfr. le *Joint press lines* del *Informal meeting of Heads of State or Government*, cit.

no, in senso contrario, le affermazioni formulate dai leader UE che, nelle più diverse sedi internazionali, tentano di recuperare la *fiducia* degli operatori ribadendo che il mercato unico sarà «utilizzato al massimo» come «motore della ripresa a sostegno della crescita e dell'occupazione»[26].

È evidente come, nella delineata realtà, a fronte delle difficoltà rivenienti dall'*incertezza* sui dati quantitativi che qualificano la dimensione della crisi, riemergono talune considerazioni che alla vigilia del Trattato di Maastricht avevano indotto gli osservatori a guardare con perplessità la costituzione dell'UME. In particolare, rileva nella sua pienezza la critica alla formula istituzionale introdotta con quest'ultima, sintetizzata nella constatazione «che alla previsione di un'innovazione così importante ... non ... (ha)... corrisposto un parallelo rafforzamento dell'unione politica»[27]. Non v'è dubbio che la crisi ha sollevato il *pudico velo* che copriva le carenze di un'ipotesi federativa comunitaria «imperniata su una sola funzione sovrana»[28]; ipotesi che aveva comunque indotto a guardare con favore «la funzione aggregante esercitata dalla moneta unica», la quale - nelle indicazioni della letteratura - avrebbe potuto «concorrere alla determinazione di un processo di unificazione politica»[29].

---

[26] Cfr. le *Joint press lines* del *Informal meeting of Heads of State or Government*, cit.

[27] Così TIZZANO, *Qualche considerazione sull'Unione economica e monetaria*, in *Il diritto dell'Unione Europea*, 1997, n. 3, p. 457, il quale sul punto tiene a precisare che il sistema «non ha subito reali adattamenti per far fronte a tale innovazione, nel senso che non si è realizzato un accettabile parallelismo tra l'intensità dell'integrazione prevedibile nel settore economico e monetario e il grado d'integrazione ... previsto per l'UE nel suo complesso».

[28] Cfr. MERUSI, *Governo della moneta e indipendenza della Banca centrale nella federazione monetaria dell'Europa*, in *Il diritto dell'Unione Europea,* 1997, n. 1 -3, p. 89 ss; riconduce il processo d'integrazione europea introdotto da Maastricht alla logica federativa ORTINO, *Introduzione al diritto costituzionale federativo,* Torino, 1993.

[29] Così PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e unione monetaria europea*, cit., p. 168.

Conseguentemente sembrano avvalorarsi le antiche posizioni dottrinali contrarie all'*euro*, di cui in precedenza si è detto. Oggi più che nel passato appare pregna di contenuti la considerazione secondo cui - se non viene recuperato il ruolo della politica nella definizione dell'assetto istituzionale dell'Unione - il mercato (e, dunque, i fondamenti della *tecnica* a questo sottesi) non è in grado di realizzare il «progetto» che i padri fondatori della moneta unica intravedevano come prosecuzione logica dell'attuazione del Trattato di Maastricht. Da qui un'importante precisazione: l'essenziale funzione dell'euro - come di recente è stato autorevolmente ribadito - non è di per sé in grado di contrastare gli «insufficienti avanzamenti nel cammino verso l'Unione politica del Vecchio Continente ...la stasi in cui oggi versa l'Unione europea»[30].

Si è in presenza di un fenomeno di segno opposto rispetto a quello che si registra a livello globale. Mentre l'orientamento espresso dalla realtà europea evidenzia elementi di disgregazione (che incidono negativamente sulla possibilità di realizzare in futuro un'unione politica tra gli attuali membri della Comunità), a livello generale, la globalizzazione agisce da catalizzatore nel favorire l'avvicinamento tra i paesi che, sul piano economico, presentano (a livello planetario) maggiore qualificazione. Quivi, infatti, gli interventi di *network* di regolatori internazionali (si pensi ai G7, G8, G20, al *Financial Stability Board*) danno vita ad innovativa formula disciplinare nella quale trova compendio l'incontro e la conciliazione tra variegate esigenze, convergenti

[30] Cfr. CIAMPI, *È un vero crollo: i giovani costruiscano un mondo nuovo*, Intervista rilasciata a Trevisi e Colimberti, in Ariel, la rivista, 2009, 1, p. 16 ss. ove si precisa che la crisi «senza l'euro sarebbe stato un disastro».

verso un'opportuna quanto necessaria composizione degli interessi in campo.

Concludendo sul punto, va sottolineato il contrasto tra l'eurosclerosi del *vecchio continente* e la realtà *in fieri*, a livello internazionale, che si caratterizza per la formazione di nuove regole mediante tecniche procedimentali fondate sull'«accordo» di coloro che partecipano alla elaborazione normativa. Da un canto, quindi, un sostanziale arresto del processo evolutivo, dall'altro una netta progressione nell'incontro tra paesi che - in un contesto di inevitabili distinzioni e differenziazioni - tendono alla convergenza in vista del comune obiettivo di una crescita condivisa (anche se, ovviamente, accettata nei limiti delle singole realtà nazionali di riferimento).

Si individua un quadro geo-politico globale contraddistinto da stridenti antinomie; di fondo rileva il paradosso di un pianeta che - in assenza di convergenze politiche - sta sperimentando percorsi diversi nel tentativo di pervenire all'assunzione di decisioni unitarie, che diano contenuto ad innovativi modelli di cooperazione internazionale.

Risultano ancor più evidenti le difficoltà in cui al presente versa l'Unione europea, che di fronte alla recente crisi finanziaria stenta a trovare forme adeguate di coordinamento; chiarificatrice, al riguardo, è la considerazione che, in base ai canoni della logica comunitaria, postula (ai fini di una congrua azione interventistica) la necessaria riferibilità ad una costruzione politica, ad oggi ancora lontana e di sempre più ardua realizzazione. Per converso, l'apertura alla nuova *era* disciplinare segnata dai nominati regolatori globali - nell'offrire significativo spazio alla determinazione delle *guidelines* (formulate in base a principi consolidati nelle

prassi internazionali: proporzionalità, gradualità, adeguatezza, ecc.) cui dovranno attenersi i singoli aderenti in sede di fissazione delle normative nazionali[31] - denota peculiare rilievo nel processo di aggregazione tra popoli, risultando specificamente interattiva sul piano del coagulo (*rectius*: composizione) di orientamenti variegati, risalenti a culture, saperi, tecnicismi ed esigenze diverse.

Se ne deduce che ogni ipotesi ricostruttiva delle modalità con cui gli Stati devono relazionarsi (in vista di incontri finalizzati al consolidamento dei relativi rapporti) - in assenza di concrete prospettive d'unione politica - deve aver riguardo al rafforzamento delle tendenze all'omogeneizzazione. Ciò nel presupposto che le problematiche affrontate (e trattate) traggano (linfa e) spunti per la ottimizzazione dei risultati da conseguire dal dibattito comune e dalla presenza nei processi deliberativi di soggetti particolarmente qualificati (vuoi per la loro competenza specialistica, vuoi per il ruolo istituzionale dai medesimi ricoperto)[32].

4. Ritornando alla valutazione degli effetti specifici causati dalla recente crisi finanziaria sul contesto regionale europeo, va

---

[31] La dottrina ha affrontato l'esame della particolare natura dei menzionati regolatori al fine di procedere all'inquadramento giuridico della produzione normativa che ad essi fa capo. Variegate ed opposte tesi ora tendono a desumere dalla riferibilità ad «un potere meno visibile, meno trasparente, meno formalizzato» (così BATTINI, *Introduzione* a AA.VV., *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di Battini, Quaderno n. 3 della Riv. trim. dir. pubbl., Milano, 2007, p. 7), ora riconducono alla soggettività dei regolatori nazionali (membri di tali *networks*) il fondamento giuridico delle regole così assunte (che viene riportato, dunque, alla legittimazione delle amministrazioni che aderiscono alla rete) (in tal senso v. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche mercati imprese*, Torino, 2008, p. 106).

Come di recente abbiamo sottolineato in altra sede (*Crisi a confronto ...*, cit., Cap. V), se la carenza di obbligatorietà che contraddistingue gli *inputs* formulati dai nominati organismi internazionali rende deboli, sul piano delle concretezze, i precetti da questi ultimi disposti (consentendo di ricondurne la funzione in un ambito di *soft law*), è indubbio tuttavia che la loro applicazione determina le condizioni per un *enforcement* dei medesimi, che li fa entrare a pieno titolo nell'apparato disciplinare del paese di riferimento.

[32] Cfr. sul punto le analisi della dottrina costituzionalistica che ha esaminato l'operatività del principio di omogeneità nell'UE e, in particolare, si veda AA.VV., *L'omogeneità costituzionale nell'Unione europea,* a cura di Atripaldi - Miccù, Padova, 2003.

fatto presente che la gravità della situazione in esame emerge in tutta la sua virulenza in occasione del «caso Grecia», che segna l'epicentro dello stato di difficoltà in cui è venuta a trovarsi l'Unione a seguito degli eventi patologici di cui dianzi ci siamo occupati.

Una disinvolta gestione delle politiche fiscali, disancorata dai vincoli imposti dal cd. patto di stabilità (fissato col Protocollo di Amsterdam del giugno 1997) e a lungo occultata, ha avuto come naturale conseguenza un *deficit* di entità non sostenibile dalla Grecia, congiuntamente ad un debordo del disavanzo nazionale di dimensioni senza precedenti per quel Paese[33]. Si è così determinata una crisi di sistema che ha fatto temere (da più parti) l'eventualità di un *default*[34].

Il dibattito che ne è seguito ha riguardato interventi che possono essere raggruppati in due possibili tipologie: da un lato le soluzioni *preventive*, volte a rendere più difficile il ripetersi di casi di inosservanza come quello in esame; dall'altro le misure successive, tese a individuare le istituzioni, gli strumenti finanziari e il disegno di incentivi finalizzati al "*financial rescue*" del paese in difficoltà.

Sul fronte della prevenzione, esiste tuttora incertezza sulla misura in cui gli stati membri saranno disposti ad accettare ulteriori limitazioni; ed invero, in passato, un precedente progetto di

[33] Agli inizi del 2010 è, infatti, si è avuta un'esplosione del debito pubblico che ha raggiunto oltre il 120% del PIL, cui ha fatto seguito l'abbassamento del *rating* di tale paese da parte delle agenzie internazionali (con ovvia difficoltà nel reperire i fondi necessari per il mantenimento di adeguati livelli di liquidità nel sistema), cfr. *La Crisi Finanziaria della Grecia*, a cura di Borsa Italiana S.p.A., 5 febbraio 2010.

[34] Tali timori sulla solvibilità del paese ellenico sono stati alimentati dal fatto che le transazioni dei *credit default swap* con sottostante titoli di stato della Grecia sono lievitati a dismisura, non solo nel prezzo ma anche nei volumi. L'evidente speculazione innestata dalla crisi greca, nel contempo, ha avuto riflessi anche sull'*euro* che, ovviamente, si è indebolito, con prospettive di ulteriori ribassi correlati ai *rumors* sempre più insistenti; cfr. *Bollettino mensile BCE*, Frankfurt am Main, 11 febbraio 2010, p. 31.

rafforzamento dei poteri ispettivi dell'Eurostat sui conti pubblici fu respinto nel 2005 dai membri del consiglio Ecofin, decisi a non consentire alla Commissione UE ulteriori cessioni di sovranità. Al di là delle indicate perplessità su un possibile compromesso finale, sono tuttavia chiari sin d'ora gli strumenti tecnico giuridici da utilizzare: si tratterebbe di una modifica della *Council Regulation (EC)* n. 479/2009 (25 May 2009) *"On the application of the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to the Treaty establishing the European Community*", relativamente agli articoli sui poteri ispettivi della Commissione.

Più complessa, ma per certi versi più interessante, deve ritenersi la questione delle soluzioni *successive*, che spaziano da misure minimaliste (come la semplice previsione di prestiti bilaterali), a interventi di ampio respiro (come la reale integrazione non limitata alla moneta unica); passando per un'ipotesi intermedia, circoscritta alla gestione delle emergenze attraverso un "fondo monetario europeo". L'importanza ascrivibile a detta seconda tipologia di interventi ci induce a focalizzare su di essa le pagine successive.

La considerazione che la Grecia rappresenta solo l'anello debole di una più lunga catena che si estende a ricomprendere paesi come la Spagna, il Portogallo e la stessa Italia[35] - suffragata dall'ulteriore circostanza che alcuni paesi dell'Unione detengono un'elevata esposizione nei confronti della prima[36] - rende appieno

[35] Cfr. l'editoriale di CARETTO, *Come scongiurare l'eurosclerosi*, reperibile su www.archiviostorico.corriere.it del 12 febbraio 2010, nel quale si sottolinea che l'economista Shiller teme per l'Ue l'inizio di un «decennio perduto».

[36] L'esposizione delle banche più alta è detenuta dalla Germania, con 300,4 miliardi di dollari, segue l'Austria (117,3 miliardi), la Francia (37,5 miliardi), il Lussemburgo (33,1 miliardi) e l'Irlanda (22,7 miliardi). L'Italia ha un'esposizione pari a 5.3 miliardi di Euro,

il generalizzato timore insorto tra gli altri Stati comunitari[37]. Di fondo si registra la preoccupazione di essere in presenza di un evento di portata tale da poter produrre un dannoso *effetto domino* a livello regionale europeo; e conferme in tal senso vengono desunte dalle parole dello stesso primo ministro greco George Papandreou il quale, nel rappresentare il pericolo che incombe sulla realtà ellenica, di recente non ha esitato a precisare: «siamo a un passo dall'impossibilità di raccolta»[38].

Naturale conseguenza di tale situazione sono, per un verso, il dubbio in ordine alla possibilità che la Grecia sia in condizioni di permanere nell'area dell'euro, per altro, l'individuazione delle istituzioni finanziarie cui eventualmente fare ricorso al fine di reperire i «fondi» necessari a supportare l'attuazione di un indispensabile programma di risanamento dei conti e, dunque, ad evitare che abbiano a verificarsi inevitabili effetti negativi sulla liquidità disponibile nei mercati internazionali.

Su un piano più generale rileva la posizione di *sostanziale dipendenza* in cui la Grecia viene a trovarsi in relazione al gravoso indebitamento da essa assunto nei confronti dell'*estero*. Il notevole ammontare delle sue passività, infatti, appare destinato a produrre immancabili ripercussioni sulle decisioni del Governo. Non v'è dubbio che a quest'ultimo è venuta meno ogni libertà nelle scelte di politica fiscale o, comunque, concernenti l'assunzione di impegni che (anche indirettamente) possono inci-

come riportato nell'editoriale intitolato *Banche italiane poco esposte in Grecia: 5,28 miliardi*, in IlSole24Ore.com, del 10 dicembre 2009.

[37] Come è puntualmente riportato dalla stampa specializzata il giorno 11 febbraio 2010 «i leader europei, di fronte alla crisi greca, hanno dichiarato, che i membri di Eurolandia avrebbero preso misure decise e coordinate, se necessario, per salvaguardare la stabilità finanziaria dell'intera zona euro», cfr. al riguardo l'editoriale di GROS, *CASO GRECIA/Il Fme? Punisce solo chi fallisce*, in Il Sole24Ore. com del 14 marzo 2010.

[38] Cfr. *Reuters* - Atene, 19/03/2010 14:25.

dere sull'entità del *deficit*, la cui riduzione deve essere considerata una tappa obbligatoria sulla via del recupero della perduta credibilità[39].

Da qui la prospettiva di un cambiamento che, sul piano delle concretezze, si riflette sullo stesso assetto istituzionale del Paese; non v'è dubbio, infatti, che la descritta realtà mette in gioco l'assolutezza del potere che fa capo allo Stato, nel senso cioè che ne risulta svuotata l'essenza della *sovranità*, intesa nella valenza funzionale riconosciuta al relativo paradigma definito nelle costruzioni logico conoscitive che si richiamano alla teoria kelseniana[40]. Non a caso un protagonista delle vicende comunitarie valutando l'incidenza della crisi ellenica su rapporti tra Grecia e Comunità ha sottolineato che nei fatti la prima «non è più unica sovrana in casa sua»[41], volendo evidentemente indicare con tale espressione l'intervenuta *dequotazione* dell'apparato politico e amministrativo di quest'ultima riveniente dai condizionamenti di cui sopra si è detto.

Ciò posto, va qui rilevato che la crisi greca ha messo a fuoco un significativo limite della costruzione di Maastricht. In quest'ultima l'accesso alla moneta unica risulta fondato sulla sostanziale rinuncia alla sovranità monetaria da parte degli Stati

---

[39] Da qui il dibattito - di cui da notizia la stampa specializzata - tra l'Ue e la Bce, che non sarebbero d'accordo sui «tagli al deficit» che la Gracia deve attuare, atteso che la seconda vorrebbe «un impegno a tagliare il deficit con più decisione, e vorrebbe ... un aumento delle tasse sul valore aggiunto, sull'energia e sui patrimoni più elevati», v. al riguardo l'editoriale *Crisi, Trichet: "Nessun contagio dalla Grecia". L'impegno del Consiglio europeo è sufficiente,* reperibile su laRepubblica.it del 14 gennaio 2010, nel quale sono riportati anche taluni orientamenti della stampa estera. .

[40] Cfr. KELSEN, *Il problema della sovranità e la teoria del diritto internazionale*, a cura di Carrino, Milano, 1989. Per verifica degli elementi che connotano il tradizionale paradigma della sovranità v. GIANNINI M.S., *Sovranità*, in *Enc. dir.*, vol. XLIII, Milano, 1990, p. 224 ss.

[41] Cfr, PADOA SCHIOPPA, *La sovranità in movimento*, in Corriere della Sera del 15 febbraio 2010.

membri e trova compendio, come avevamo modo di osservare in passato, nel programma posto a base dell'Unione europea (stabilizzazione reale, redistribuzione del reddito, allocazione delle risorse, ecc.)[42]. Nel delineato contesto dispositivo non sembra sia stata sufficientemente presa in considerazione l'eventualità che i paesi aderenti, disattendendo gli obblighi imposti dal Trattato, incorrano in situazioni in grado di minare la coerenza sistemica dell'intera compagine comunitaria, come è dato verificare nella fattispecie qui in esame.

A ben riflettere, forse in detta costruzione non si è tenuto nel debito conto la circostanza che effetto ulteriore dell'esercizio unitario del potere monetario, in un contesto globale, è la «riaggregazione ... a livello ultrastatale» delle forme d'intervento esplicative del paradigma della sovranità, come puntualmente sottolinea un'attenta dottrina nel rappresentare le limitazioni ordinariamente connesse alle adesioni a collettività organizzate[43]. *A fortiori* detta evenienza trova riscontro nei casi in cui, a causa di comportamenti non conformi alle prescrizioni degli accordi internazionali a base delle nominate collettività, si determinano forme di dipendenza economico/finanziaria di uno Stato membro delle medesime nei confronti degli altri partecipanti.

Ma v'è di più. Nel riferimento agli indicati presupposti logico giuridici della relazione che intercorre tra i membri dell'Unione e quest'ultima, sembra non debbano sussistere dubbi nel ritenere che faccia carico a detto organismo sovranazionale

---

[42] Cfr, CAPRIGLIONE, *Moneta*, (voce), Aggiornamento all'*Enc. dir.*, Milano, 1999, p. 758.

[43] Cfr. DELLA CANANEA, *Sovranità e globalizzazione*, in Parolechiave, n. 35, 2006, p. 97 ss, il quale al riguardo parla di «potestà pubbliche» e si richiama a «organizzazioni create dagli Stati allo scopo di conseguire finalità d'interesse comune», tra le quali include, per l'appunto, l'Unione regionale europea.

l'onere di un possibile salvataggio e/o sostegno a favore di un paese aderente in grave difficoltà. Ed invero, l'accettazione di un obbligo d'intervento in tal senso deve ritenersi implicitamente connessa alla definizione di una tipologia di rapporti che (in vista della rinuncia alla sovranità monetaria da parte degli Stati nazionali) si articola in forme di stretto raccordo istituzionale e funzionale tra i soggetti partecipanti.

Evidenti appaiono le conseguenze di tale ipotesi ricostruttiva nella ricerca di soluzioni adeguate per la definizione del «caso Grecia»; e ciò vuoi con riguardo alla scelta di un'idonea forma di cooperazione da attuare in concreto, vuoi a livello di un necessario ripensamento della formula (*rectius*: delle regole) che deve presiedere allo svolgimento della vita futura dell'Unione; tematiche che verranno affrontate qui di seguito.

5. La rilevanza internazionale della problematica connessa alla sostanziale impossibilità per la Grecia di ridurre (entro termini contenuti) il proprio *deficit* è assurta a presupposto di gravi decisioni da parte degli altri membri dell'Euro-zona; questi, infatti, hanno fatto proprio il difficile compito di valutare «se scaricare Atene oppure pagare, sia pure nella forma di un prestito, i debiti che i greci non hanno voluto onorare»[44].

Come si è testé anticipato come l'onda lunga delle questioni poste dalla crisi ellenica, interagendo sulla più generale tematica dell'integrazione politica degli Stati membri dell'Unione Europea, richiede soluzioni d'ordine sistematico afferenti alla definizione dei rapporti che sono stati instaurati a livello internazionale tra

[44] Cfr. RAMPOLDI, *La sfida di Papandreu nella Grecia dei corrotti*, in la Repubblica.it del 6 febbraio 2010.

i partecipanti all'Unione. Più in generale, vengono in considerazione concetti di etica pubblica e di interesse nazionale, senza tuttavia arrivare a sancire definitivamente il primato del nazionalismo sulla solidarietà, la quale ultima - ai sensi del precipuo disposto degli artt. 2 e 3 del Trattato sull'Unione Europea e dell'art. 122 del Trattato sul funzionamento dell'Unione - assume specifico rilievo tra i criteri fondanti del progetto comunitario.

Si spiega, per tal via, la mobilitazione degli altri *partners* europei, che - in linea col principio di leale cooperazione tra gli Stati membri e, dunque, in ossequio all'obbligo di assistenza reciproca (previsti dall'art. 4 del Trattato sull'Unione Europea) - si sono determinati ad intervenire al fine di impedire che le conseguenze di eventi negativi imputabili a cattiva gestione di uno Stato membro potessero evolvere verso una *deriva* di dimensioni totalizzanti, tale cioè da minare il futuro dell'intera Europa. Per le ragioni dianzi esposte, va subito detto che si è in presenza di una linea comportamentale aderente ai canoni di un ordine sovranazionale che non si esaurisce nella determinazione di funzioni eminentemente tecniche, ma che comporta una responsabile assunzione di obblighi (coerenti con il ruolo partecipativo alla collettività organizzativa che il Trattato di Maastricht ha inteso realizzare).

E' in tale premessa che vanno analizzate le variegate ipotesi da più parti prospettate in sede politica per la risoluzione del «caso Grecia».

Preliminarmente va precisato che si condivide la tesi di non lasciare la Grecia «da sola a bussare alle porte di Washington del Fmi», ritenendosi preferibile la posizione che esclude vuoi l'eventualità di far ricorso al Fondo Monetario Internazionale (il

cui intervento dovrebbe essere supportato da finanziamenti degli Stati dell'area euro) per reperire i fondi necessari a gestire la crisi greca, vuoi l'idea di dar corso ad un fallimento (sia pure controllato) di un paese dell'area euro (anziché procedere ad un programma di risanamento)[45].

L'ipotesi di rimettere ad un organismo internazionale (la cui azione si svolge in un ambito, per certi versi, sovraordinato all'«Eurolandia») la soluzione della problematica in esame, da un lato, vanifica sul piano delle concretezze l'essenza solidaristica che lega - e deve legare - paesi che condividono la stessa moneta, dall'altro sposta in un contesto diverso da quello europeo l'assunzione di decisioni che incidono profondamente sulla possibilità di sviluppo dell'Unione. A tale ultimo riguardo è il caso di far presente che la concessione dei *fondi* di cui trattasi non si esaurisce in una mera forma di assistenza finanziaria, ma evidentemente implica anche la richiesta di idonee garanzie e l'adozione delle misure di "*good governance*" raccomandate dal FMI; ciò, con l'ovvia conseguenza che queste ultime non mancheranno d'incidere sulle forme di coordinamento delle politiche macroeconomiche interne all'area euro come previste dal disposto dell'art. 119 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (e, dunque, sulla determinazione delle linee di sviluppo e di espansione dei paesi meno competitivi).

Va rilevato sul punto che la possibilità di contrasto tra misure raccomandate dall'IFM e obiettivi di politica economica dell'Unione *non* è meramente teorica. Un esempio recentissimo

[45] Cfr. BRIVIO, *Se Berlino vende l'anima al populismo,* in Il Sole24Ore. com del 25 marzo 2010, ove si prospettano le varie alternative prospettate in sede comunitaria per consentire alla Grecia di superare le gravi difficoltà in cui attualmente versa.

di aperta contrapposizione tra le possibili "ricette" è fornito dalla reazione della Bundesbank alla proposta degli economisti del Fondo di migliorare la solvibilità dei paesi della UE attraverso l'innalzamento dell'obiettivo di inflazione[46].

Ciò prescindendo da ogni ulteriore considerazione in ordine alla possibilità di dar corso ad un intervento effettuato sulla base di accordi tra il FMI e la Commissione UE, come sembrerebbe emergere dagli orientamenti del Consiglio europeo, riunitosi per valutare il «caso Grecia»[47]. Un'ipotesi siffatta si presta alla facile critica di essere portatrice di un programma fondato su una necessaria intesa tra gli organismi che ad esso partecipano: evenienza tutt'altro che certa e, dunque, destinata in ultima analisi a lasciare insoddisfatti i *partners* europei contrari ad accettare interventi che finiscono col validare una politica monetaria accomodante, di certo non condivisa da tutti gli Stati membri dell'Eurozona.

Se ne deduce che la soluzione che fa capo al FMI appare poco coerente con il disegno di un'Unione fortemente integrata al proprio interno ed in grado di superare in via autonoma, grazie alle sue sole forze, le difficoltà in cui eventualmente i suoi membri possono incorrere. Tale conclusione resta ferma anche in presenza di considerazioni che delimitano l'intervento del FMI in chia-

---

[46] Cfr. l'editoriale *"Der IWF spielt mit dem Feuer"*, del presidente della Bundesbank A. Weber sul Financial Times Deutschland del 25 Febbraio 2010 (www.ftd.de), in risposta al saggio curato dal capo degli economisti dell'IFM BLANCHARD, DELL'ARICCIA and MAURO, *Rethinking Macroeconomic Policy,* in *IMF Staff Position Note*, February 12, 2010.). Il presidente della Bundesbank definisce la posizione del Fondo "sconsiderata", "irresponsabile" e "pericolosa", fonte di danni ed equivalente a "scherzare con il fuoco".

[47] Di queste da notizia la stampa specializzata ove viene valutato criticamente il meccanismo fondato su di una congiunta azione del FMI ed i paesi di Eurolandia, cfr. l'editoriale di WOLF M., *Non è il fondo il salvagente per l'euro*, in IlSole24ORE del 31 marzo 2010.

ve meramente bancaria[48]; ed invero, la presunta *posizione di forza* di un'Europa che fa comunque ricorso ai finanziamenti di detto Fondo non sminuisce il ruolo subalterno della stessa in situazioni siffatte, lasciando integra la possibilità che le vengano imposti gravosi condizionamenti.

Sotto altro profilo, destano perplessità le modalità applicative previste con riguardo ad un'ulteriore ipotesi d'intervento, che dovrebbe essere attivata da un organismo di cui si promuove l'istituzione: il Fondo Monetario per l'Europa[49]. Questa ipotesi (nel presente al centro del dibattito in corso nell'Unione Europea per rinvenire una soluzione alla crisi greca), per quanto appaia riconducibile a criteri ordinatori rispettosi dell'unitarietà sistemica a base della collettività organizzata europea, desta sorpresa in considerazione dei presupposti che dovrebbero legittimare l'intervento finanziario effettuato dal predetto Fondo.

Più in particolare, come è dato evincere dalla indicata proposta del Ministro delle Finanze tedesco, la configurabilità di una possibile azione di tale Fondo viene correlata ad una situazione di *fallimento* dello Stato ellenico ed è considerata necessaria per la realizzazione di una «gestione controllata» di quest'ultimo. Punto cruciale del dibattito è, dunque l'ipotesi di un *default* della Gre-

---

[48] Ci si riferisce alle dichiarazioni formulate dal Ministro Tremonti in una lettera inviata al «Corriere della Sera» e pubblicata col titolo *Un ruolo per il fondo monetario nel salvataggio della Grecia*, 6 marzo 2010.

[49] Significative, al riguardo, le richieste del Ministro delle Finanze tedesco («a European monetary fund to be backed by tough sanctions to enforce budgetary discipline, with countries facing expulsion from the eurozone 'as a last resort'»; cfr. *Schäuble calls for tough EMF sanctions*, in Financial Times del giorno 11 marzo 2010), a fronte delle quali rileva la posizione del Presidente della Banca Centrale Europea che si rende disponibile a supportare l'idea di un European Monetary Fund per aiutare i Paesi maggiormente colpiti dalla crisi (cfr. *Trichet hints at monetary fund backing*, in Financial Times del giorno 10 marzo 2010); iniziativa del fondo monetario europeo favorevolmente accolta anche dal G20 (cfr. *G20 to look at monetary fund initiative*, in Financial Times del giorno 10 marzo 2010).

cia, che dovrebbe condurre «addirittura ...(ad)... un'uscita dalla Ue della repubblica ellenica ... con il diritto-dovere di rientrare successivamente con un rapporto più favorevole, dopo aver goduto di un periodo di svalutazione della propria valuta»[50].

Orbene, mentre il progetto di creare un Fondo siffatto appare di auspicabile attuazione (considerato che il rimedio per tal via attivato rientra nella logica solidaristica cui dianzi ci si richiamava), non altrettanto convincente sembra invece l'ambito d'intervento per esso previsto. Ed invero, non si ritiene di potere condividere la tesi (avanzata in sede politica europea) secondo cui «solo se il *default* è una possibilità reale si può imporre la disciplina di mercato»[51], con ciò volendosi evidentemente significare che i «fallimenti non vanno evitati a tutti i costi» e che, con riguardo al caso greco, è bene «prepararsi all'eventualità di un fallimento».

Non v'è dubbio che sotteso alla costruzione in parola v'è l'intento di prevenire eventi patologici del genere qui in esame (di evitare, cioè, che i paesi membri possano tenere condotte in grado di condurre a situazioni fallimentari). Altrettanto chiara è la volontà politica di creare uno strumento in grado di gestire *istituzionalmente* le crisi finanziarie dei paesi membri ove queste abbiano a verificarsi, donde un'evidente apertura al necessario completamento dei mezzi d'intervento a disposizione dell'Unione, altrimenti costretta ad avvalersi della sola possibilità di far ricorso alla BCE (nei limiti di cui agli artt. 123 e ss. del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea) o, al più, alla

[50] Cfr. BRIVIO, *L'Europa esce dall'inverno più lungo*, in IlSole 24Ore.com del 26 marzo 2010.

[51] Cfr . GROS, *Caso Grecia/Il Fme? Punisce solo chi fallisce*,cit. articolo nel quale, tra l'altro, si identificano i criteri che abilitano tale Fondo ad intervenire

concessione di prestiti bilaterali (della quale si dirà qui di seguito).

Stupisce, peraltro, la scarsa attenzione prestata ai più generali effetti connessi al *default* di uno Stato membro dell'Unione monetaria, che di certo si presenta dirompente e decisamente lesivo della stabilità complessiva di quest'ultima. Da esso, infatti, si dovrebbero attendere non solo conseguenze di notevole portata con riguardo alla tenuta del sistema economico greco (stante la perdita di valore degli strumenti finanziari emessi dallo Stato ellenico), ma anche inevitabili, ulteriori ripercussioni negative sull'intera eurozona.

È indubbio che una compiuta applicazione delle regole di mercato non può prescindere dalla riferibilità alla disciplina fallimentare, ma è altrettanto vero che a tale criterio interpretativo non può ascriversi carattere di assolutezza. Infatti, a fronte di una indubbia sua applicazione a fattispecie tipiche del diritto privato, fa riscontro una diversa, più attenuata (e meno vincolante) imposizione nei casi in cui la criticità che legittima il *default* riguardi uno Stato, anziché un soggetto privato. In tale evenienza, i criteri-guida delle valutazioni da assumere sembra debbano essere improntati a considerazioni d'ordine politico, più che ad un giudizio che investe i rapporti negoziali di mercato.

Conseguentemente, dovrà essere tenuto nel debito conto che una soluzione fallimentare rischia di imprimere un abbrivio disaggregante dell'intera costruzione europea, senza consentire al contempo agli Stati creditori di trarre concreti, sperati vantaggi dalla situazione che essi hanno sollecitato. È l'*incipit* di un perverso percorso che evidenzia i limiti che compromettono la coe-

sione comunitaria e si presta ad incrementare il divario esistente tra i paesi membri; ritornano ovviamente alla mente le parole di Montesquieu: «L'Europa non è che una nazione composta di molte nazioni ... E lo stato che crede di aumentare la propria potenza con la rovina del vicino, di solito si indebolisce assieme a quello»[52].

Ne deriva, altresì, un ridimensionamento della funzione del nuovo Fondo Monetario Europeo, il cui intervento (preordinato strumentalmente a contrapporre un'alternativa all'azione del FMI) finisce col non corrispondere alle finalità avute di mira, almeno nella ipotizzata eventualità di correlare l'erogazione di fondi al contestuale riscontro di una realtà fallimentare.

Pertanto, su un piano generale, può dirsi che la formula interventistica d'emergenza rappresentata dall'istituzione di un «Fondo monetario per l'Europa» - che nelle indicazioni della stampa specializzata dovrebbe costituire un efficace strumento per il «sostegno agli Stati in difficoltà»[53] - non corrisponde sul piano delle concretezze alle aspettative di coloro che in esso avevano ravvisato la via d'uscita per risolvere i problemi (di tipo sistemico) di taluni Stati europei. Ciò a prescindere, ovviamente, dal carattere contingente della misura di cui trattasi e dall'eventualità che la medesima sfoci in situazioni di *moral hazard.* Con particolare riguardo al «caso Grecia», resta ferma la situazione di difficoltà in cui tale paese versa, realtà riconducibile, come si è dianzi precisato, a comportamenti che sono stati resi

[52] Cfr. *Riflessioni sulla monarchia universale in Europa*, 1734, traduzione a cura di Felice, 2009, parag. XVIII.

[53] Cfr. tra gli altri CERRITELLI, *Un fondo monetario per l'Europa*, in *IlSole24Ore* del 9 marzo 2010.

possibili da una sostanziale inadeguatezza delle regole poste a presidio degli obiettivi di stabilità dell'Unione.

Da ultimo, occorre far cenno della proposta, avanzata dal presidente della Commissione Barroso, relativa alla «creazione di uno strumento di coordinamento europeo per consentire prestiti bilaterali tra Stati».[54] Tale forma di intervento appare suscettibile di critiche in quanto fa riferimento ad una concessione di credito destinata a riflettersi sul *rischio-paese* dello Stato membro erogante. È di tutta evidenza, infatti, che si instaura per tal via uno stretto legame tra i Paesi che partecipano alla operazione; di tal che la grave situazione debitoria della Grecia finirebbe con l'influenzare in negativo le dinamiche di finanziamento necessarie a supportare gli interventi in parola.[55]

A ciò aggiungasi la *assoluta vaghezza* delle tecniche di coordinamento che dovrebbero presiedere alla definizione degli accordi a base delle operazioni di cui trattasi, le quali potrebbero risolversi in meri arbitraggi sui tassi di interesse, come è stato puntualmente osservato.[56] Ed invero, contrasta con la possibilità di configurare regolari percorsi disciplinari *in subiecta materia* la mancata esplicitazione - da parte delle autorità europee - di criteri guida sia nella determinazione delle modalità convenzionali

---

[54] Cfr. *Statement* del Presidente Barroso dal titolo «*The creation of a Euro area instrument for coordinated assistance to Greece*» ove si fa riferimento al «*system of coordinated bilateral loans*» espressamente considerato « *compatible with the no bail-out clause and with strict conditionality*», reperibile sul sito www.europa.eu

[55] Ciò, con tutta probabilità, dando luogo ad un innalzamento degli *spread* sui titoli di debito emessi dagli Stati che erogano il credito; cfr. BUFACCHI, *Tremonti freddo sugli aiuti bilaterali: rischi per i titoli di stato - L'Italia frena sui prestiti a carico di tutti*, in Il Sole 24 Ore di martedì 16 marzo 2010, p. 3

[56] Cfr., in senso contrario, la posizione del Ministro dell'economia francese, Christine Lagarde riportata in IlSole24Ore.com del 16 marzo 2010

all'uopo utilizzabili, sia nella indicazione dei requisiti soggettivi che legittimano la partecipazione a detti prestiti bilaterali.

6. Nell'ordinamento regionale europeo si riscontra, dunque, una realtà istituzionale che mostra inequivoci segni di difficoltà nella prosecuzione dell'ambizioso progetto posto a fondamento dell'unione monetaria. Come testé si è segnalato, i recenti eventi di patologia finanziaria hanno evidenziato profili critici della formula adottata a Maastricht per attuare un'adeguata «convergenza» tra i diversi paesi dell'Unione. La traslazione del *potere monetario* dai singoli Stati membri ad un apposito organismo, la BCE (titolare della sovranità monetaria ed unico responsabile delle politiche che ne esplicitano la funzione) sembra non riesca a conseguire (all'interno della collettività così organizzata) adeguati livelli di compattezza e coesione; si percepiscono, quindi, chiari segni di debolezza con riguardo alla possibilità di raccordare alla costruzione di un'unione economica e monetaria il perseguimento di obiettivi di natura politica.

Di fronte al cedimento dei *fondamentali* dell'economia, la limitata capacità degli organi tecnici (nazionali ed europei) nel procedere a compiute analisi - e nell'operare diagnosi corrette finalizzate ad opportuni interventi terapeutici - si è tradotta in una *diminutio* del ruolo e della concreta capacità d'aggregazione che a detti organi era stata assegnata nell'originario disegno di Maastrich.

In un contesto socio economico caratterizzato dalle *diversità*, l'erompere della crisi finanziaria ha finito con l'interagire sulle tendenze centripete che caratterizzarono gli anni immediatamente successivi alla stipula del Trattato istitutivo dell'UME.

Sembra riemergere, quindi, l'intrinseco limite - rappresentato dal legame di natura meramente *associativa* instaurato tra i paesi membri - che, fin dall'origine, ha condizionato l'esistenza della moneta unica, realizzata in assenza di una pregressa, sottostante unità politica. Di ciò è riprova la sminuita (*rectius*: fiaccata) incisività degli interventi posti in essere dalle autorità comunitarie (*in primis*: la Commissione) ed il determinarsi di una situazione di sostanziale stallo nell'avanzamento della costruzione europea; realtà che si compendia nelle linee comportamentali tenute dagli Stati economicamente più forti nei confronti degli altri[57], condotte che, per certi versi, evocano il principio dell'«*homo homini lupus*» di hobbesiana memoria.

La necessità del connubio tra *moneta* e *potere* - cui in passato si è richiamata la dottrina nel rappresentare l'essenza della sovranità[58] - sembra riconfermata da eventi che nella *separazione* della prima dal secondo fanno ravvisare possibile l'avvio di una deriva dagli esiti del tutto imprevedibili. Come si è testé anticipato, le *diversità* tra i paesi dell'Unione - non eliminate dalle forme di *convergenza* economica e legale previste dal Trattato di Maastricht - hanno dimostrato la chiara insufficienza dei meccanismi introdotti al fine di conseguire adeguati livelli di *simmetria* tra i medesimi, donde il variegato impatto degli effetti della crisi che nel concreto si è riscontrato[59]. A livello generale si individua la

---

[57] Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto ...*, cit., p. 40, ove tra l'altro si sottolinea la gravità della situazione connessa all'«emergenza credito» che è dato riscontrare nei paesi dell'Est dell'UE.

[58] Cfr. SAVONA, *La sovranità monetaria*, Roma, 1974, p. 29, il quale in proposito ribadisce che : «moneta e potere si sono sempre accompagnati».

[59] Per quanto riguarda il nostro Paese, più che l'incidenza positiva dei provvedimenti normativi per la ricapitalizzazione delle banche, hanno giocato a favore della tenuta del sistema finanziario i vincoli di una regolazione di vigilanza che è riuscita - differente-

prospettiva di un ipotizzabile ritorno dell'*euroscetticismo*, locuzione in passato utilizzata per rappresentare «sospetto» e «sfiducia» nella capacità della formula tecnica utilizzata per realizzare il progetto di un'Unione europea sempre più coesa ed integrata.

Spinge in tale direzione la consapevolezza che la Germania - cui notoriamente è riconosciuto un maggior *peso* (rispetto agli altri paesi) in ambito comunitario - ha da sempre identificato l'obiettivo del Trattato di Maastricht nel conseguimento di «una Unione sempre più stretta dei popoli d'Europa - organizzati in Stati - e non invece ... (nella realizzazione di) ... uno Stato fondato su un popolo europeo»[60]; tesi che è restata ferma negli orientamenti della giurisprudenza costituzionale tedesca fino ai giorni nostri[61].

A prescindere da ogni valutazione in ordine al nesso tra detta posizione concettuale e la tradizione culturale tedesca che ascrive peculiare importanza all'autodeterminazione (spesso ancorando ad un'interpretazione nazionalistica la valutazione della realtà democratica), sembra incontrovertibile che la partecipazione della Repubblica federale tedesca all'Unione europea risulta con-

---

mente da quanto non sia dato verificare in altri Stati - a contenere il dilagare di prodotti tossici e la contaminazione dei bilanci degli operatori del settore.

[60] In tali termini ebbe modo di pronunciarsi il Tribunale costituzionale federale tedesco con la sentenza 12 ottobre 1993, nella quale si fissavano i limiti di compatibilità dell'Unione monetaria con la Carta fondamentale e con i principi base dell' ordinamento nazionale; se ne veda il testo in Giur. cost., 1994, p. 677 ss e, per valutazioni critiche, RESCIGNO G.U., *Il tribunale costituzionale federale tedesco e i nodi costituzionali del processo di unificazione europea*, ivi, p. 3115 ss; EVERLING, *Zur stellung der Mitgliedstaaten der Europaischen Union als "Herren der Vertrage"*, in BEYRLING, BOTHE, HOFMANN E PETERSMANN, *Rechts zwischen Umbruch und Bewahrung-Volkr-recht-Europarecht-Staatrecht. Festschrift fur R. Bernhardt*, Berlin, 1995, p. 1161 ss; HERDEGEN, *Germany's Costitutional Court and Parliament: Factors of Uncertainty for the Monetary Union?*, in European Monetary Union Wtch, XIX, 1996, p. 8 ss.

[61] Si veda la recente sentenza del Tribunale costituzionale tedesco del 30 giugno 2009 sulla compatibilità della ratifica del Trattato di Lisbona con il Grundgesetz, con note di DICKMANN, *Integrazione europea e democrazia parlamentare secondo il tribunale costituzionale federale tedesco* e di CASSETTI, *Il "Sì, ma" del Tribunale costituzionale federale tedesco sulla ratifica del Trattato di Lisbona tra passato e futuro dell'integrazione europea*, entrambe in www.federalismi.it

dizionata al permanere di una realtà socio politica circoscritta nei limiti di cui sopra. Ne consegue che l'ordinamento giuridico tedesco non potrà aprirsi ad un progetto volto alla fondazione di una sorta di Stati Uniti d'Europa se una legge a ciò preordinata «non determina in modo sufficientemente certo i poteri trasferiti e il programma d'integrazione», come ha puntualizzato la Corte costituzionale tedesca[62]; eventualità difficile a realizzarsi, stante il diffuso timore che si evince dall'indicato orientamento giurisprudenziale a vedere la Comunità europea «trasformarsi in un'Unione politica dotata di poteri sovrani non determinati».

Si spiegano, quindi, le perplessità avanzate (in epoca immediatamente successiva alla stipula del Trattato di Maastricht) da parte di alcuni studiosi in ordine alla effettiva «coesione» dell'assetto istituzionale europeo[63]; e ciò, con l'ovvia conseguenza di vedere progressivamente allontanata la realizzazione di un'*unione politica*, tappa terminale del processo d' europeizzazione avviato oltre mezzo secolo fa.

In tale premessa, assume specifico rilievo la considerazione secondo cui le riforme istituzionali registrate in Europa negli ultimi decenni non hanno innovato la descritta realtà normativa; sul piano delle concretezze non sono stati introdotti nella regolazione dell'ordinamento del nostro continente elementi idonei a far ritenere possibile l'attuazione del disegno politico, nel quale avevano creduto i padri fondatori dell'Unione[64]. Permangono, pertanto, i

---

[62] Cfr. citata sentenza 12 ottobre 1993, loc. cit.

[63] Cfr. per tutti JOCHIMSEN, *Economic and Monetary Union: a German Central Banker's Perspective*, in *Economic and Monetary Union: Implications for National Policy-Makers*, a cura di Gretschmann, Dordrecht, 1993, p. 196.

[64] Ci si riferisce, in particolare, ad alcune dichiarazioni formulate da autorevoli politici in occasione della definizione del valore di cambio delle monete nazionali con l'euro e, dunque, dello storico appuntamento per il varo della moneta unica, cfr. per quanto riguar-

presupposti giuridico fattuali che danno spazio ad un'ipotesi di euroscetticismo, specie ove si abbia riguardo al fallimento della cd. *Costituzione europea* del 2004, fortemente contestata in sede referendaria dal voto contrario della Francia e dei Paesi Bassi, ovvero ai contenuti del Trattato di Lisbona cui «si è passati in subordine ... annacquando un po' il tutto», come di recente ha sottolineato Carlo Ciampi[65].

Al presente, a seguito della recente crisi finanziaria, la prospettiva di un coordinamento tra gli Stati dell'Unione che evolva in chiave politica sembra perdere consistenza; sorgono nuovamente dubbi sulla validità ed adeguatezza del meccanismo tecnico a suo tempo adottato per dar vita alla moneta unica; dilaga la delusione e, con questa, un reiterato senso di euroscetticismo. Alimenta il descritto stato di cose il riferimento al passato, dal quale viene la testimonianza di similari «storie» relative a progetti di rilevanza europea, di tentativi andati a male nella predisposizione di formule efficaci per costruire *un insieme,* un collegamento tra sistemi monetari diversi, per avviare un (sia pur embrionale) integrazione tra questi ultimi.

In particolare, ritorna alla memoria il ricordo di eventi che si verificarono oltre un secolo fa, allorché tra Belgio, Francia, Italia e Svizzera fu istituita l'*Unione Monetaria Latina*, paesi che dando vita alla 'Convenzione di Parigi' del 23 dicembre 1865 si proponevano di risolvere congiuntamente i problemi posti dal *bimetallismo monetario* all'epoca vigente[66].

---

da il nostro Paese, le affermazioni del ministro CIAMPI, pubblicate col titolo *Italia, traguardi e sfide*, in IlSole24Ore del 2 gennaio 1999.

[65] Cfr. CIAMPI, *È un vero crollo: i giovani costruiscano un mondo nuovo,* cit. p. 17.

[66] Cfr. in argomento DE CECCO, *Moneta e impero. Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914*, Torino, 1979, p. 63 ss. Per il testo della Convenzione di Parigi, v.

E' appena il caso di far presente che l'Unione - nata per il superamento delle difficoltà insorte a seguito delle variazioni dei prezzi dei metalli utilizzati per scopi monetari (e, più precisamente, per fronteggiare la tesaurizzazione dell'argento, cui facevano riscontro ovvie implicazioni sulla circolazione divisionale)[67] - si proponeva, come è stato sottolineato in letteratura, «un programma ambizioso, perché aveva come obiettivo l'introduzione di una circolazione monetaria europea»[68]. Le vicende successive, legate al deprezzamento dell'argento ed alla modifica del rapporto tra quest'ultimo e l'oro segnarono la fine di detta formula organizzatoria, prorogata tacitamente per molti anni fino a cessare legalmente nel 1925[69].

La triste sorte toccata all'«Unione» aleggia come uno spettro che incute timore ed induce a traslare sulla attuale realtà istituzionale europea conclusioni che, peraltro, ragionevolmente non è possibile accettare. E ciò non solo a causa del carattere anacronistico che una trasposizione siffatta finisce con l'assumere, ma soprattutto per l'impropria correlazione col diverso ambiente economico e politico di fine XIX secolo (in cui il descritto modulo sperimentale di unione monetaria ebbe modo di affermarsi) e, dunque, per il mancato ancoraggio della costruzione ipotizzata ad una formula tecnico istituzionale in grado di assicurare risultati positivi in una continuità temporale.

MARCONCINI, *Le vicende dell'oro e dell'argento dalle premesse storiche alla liquidazione dell'Unione Monetaria Latina (1803/1925)*, Milano, 1929, p. 338 ss.

[67] Su tali vicende monetarie cfr. LESOURD - GERARD, *Storia economica dell'ottocento e del novecento*, Milano, 1973, p. 30 ss; BALLETTA, *Storia economica. Secoli XVIII -XX*, seconda ed., Napoli, 1991, p. 154 ss; OLSZAK, *Histoire des unions monetaires*, Paris, 1996, p. 34 ss.

[68] Cfr. MASTRANGELO, *Tentativi di unione monetaria in Europa dall'antichità al secolo XIX*, in Rivista di Storia Finanziaria, 2001, n. 6, p. 68,

[69] Sul punto v. DROULERS, *Histoire de l'ECU europeen du moyen-age a nos jour set des precedentes unions monetaires*, Paris, 1990, p. 68 ss.

Pertanto, il fantasma del fallimento *comunitario* suggerito da esemplificazioni storiche segnate dall'insuccesso[70] non convince e deve essere rimosso come contraddittorio rispetto all'attuale, avanzato stadio di sviluppo del processo d'integrazione economica e monetaria europea ed alla diversa maturità che oggi qualifica la cittadinanza europea.

7. Alla luce delle considerazioni che precedono, la ricerca di idonee soluzioni ai «mali» che al presente affliggono l'Europa non può risolversi nella predeterminazione di meccanismi finanziari destinati a sostenere paesi che siano incorsi in situazioni di grave crisi; né tanto meno nella prospettiva di consentire una «fuoriuscita» temporanea dei medesimi dall'Unione in vista di un loro possibile rientro, una volta superate le difficoltà in cui versano. Ipotizzare soluzioni di tal genere equivale ad ammettere tacitamente di non essere in grado di attivare le modifiche necessarie a garantire la *stabilità* e l'equilibrio interno che - fin dalle origini della costruzione comunitaria - vennero reputati indispensabili strumenti per la realizzazione del «progetto europeo».

Per converso, appaiono tuttora irrinunciabili i vantaggi connessi all'adozione della moneta unica. Le problematicità che gli Stati membri incontrano nel loro cammino non possono - né devono - intaccare le garanzie che l'«euro» è in grado di offrire; l'avanzamento del programma comune resta un obiettivo ineludibile per attuare condizioni ottimali di sviluppo, per consentire al-

[70] Si segnala che nel sec. XIX si ebbero altri casi di unificazione monetaria: nei paesi di lingua tedesca col Trattato di Vienna del 1857 fu istituita l'*Unione monetaria prussiana* durata fino al 1867, e nei paesi scandinavi l'*Unione monetaria scandinava* durata per quasi mezzo secolo, dal 1873 al 1931; per ragguagli cfr. MASTRANGELO, *Tentativi di unione monetaria in Europa dall'antichità al secolo XIX,* cit., p. 70 ss.

le forze politiche di operare per l'avvento di una «democrazia... che mira a realizzare la giustizia sociale», come di recente è stato sostenuto da un insigne studioso[71]. È, dunque, fuor di dubbio che va considerata tuttora valida la necessità di avvalersi della moneta unica per «beneficiare al meglio dell'appartenenza al mercato comune»[72], nonché per attuare più compiute forme di integrazione[73].

In tale premessa, va interpretata la *ratio* a fondamento degli interventi che l'Unione europea intende stanziare a favore di paesi membri. Come è dato chiaramente desumere da inequivoche indicazioni formulate dalla Banca d'Italia in occasione di finanziamenti a Stati membri non appartenenti all'area dell'euro, l'UE si muove nel contesto di «un programma di assistenza» rivolta a paesi «con problemi di bilancia dei pagamenti»; ciò, ferma restando l'esigenza di contenere le erogazioni in parola entro limiti predeterminati e subordinarne la concessione all'«adozione di misure per la correzione degli squilibri»[74].

Da qui il carattere *straordinario* che è bene riconoscere agli interventi in parola, a fronte di una generalizzata difficoltà degli Stati membri di riuscire a restare all'interno dei parametri di Maastrict. La crisi finanziaria che ha investito l'intera Comunità non consente di demandare a misure assunte «in ordine sparso» il superamento delle difficoltà da essa generate. D'altronde, il patto di stabilità (cui era stata rimessa la salvaguardia della liquidità e la

---

[71] Cfr. FITOUSSI, *La nuova ecologia politica,* Milano, 2009, p. 11 e ss.

[72] Cfr. PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e unione monetaria europea*, cit., p. 169.

[73] Cfr. CAPRIGLIONE, *Moneta* (voce), Aggiornamento all'Enciclopedia del diritto, Milano, 1999, p. 755.

[74] Cfr. Relazione per l'anno 2008, p. 36, ave si fa riferimento ai «fondi addizionali in favore di Lettonia, Romania e Ungheria, per 14,6 miliardi di euro».

sostenibilità delle politiche fiscali), come da più parti viene ribadito, sembra aver esaurito il suo ruolo, in quanto la differente modalità di applicazione delle sue regole - al banco di prova - ha evidenziato la non effettività del «principio di sorveglianza», mettendo in chiara luce i limiti di un patto che esaurisce la sua funzione in chiave preventiva[75].

La crisi greca ha offerto, dunque, l'occasione per un ripensamento dell'impianto sistemico dell'Unione, per comprendere che è necessario uscire dalla logica dei compromessi e dare una risposta alla stasi attuale nel segno di una rinnovata volontà di *stare insieme*.

Per superare le criticità derivanti dall'incapacità dell'UE di riuscire a prefigurare strategie comuni (e, dunque, da una disfunzione strutturale che, in presenza di eventi patologici, è emersa nella sua pienezza) necessita procedere ad una rivisitazione delle sue modalità organizzatorie. La sfida posta dalla realizzazione di un progetto europeo - nel prevenire i pericoli di un ritorno alla demarcazione di frontiere nazionali - dovrà essere guidata da un rafforzato *principio di responsabilità* degli Stati membri nella definizione di un *agere* volto al perseguimento degli interessi comuni. Solo così potranno essere assunti provvedimenti specifici, appropriati, tali da evitare in futuro rischi ed incertezze, nonché idonei a consentire scelte che non alterino gli equilibri complessivi dell'Eurosistema.

Naturalmente, detta opera di revisione non dovrà essere circoscritta ad una mera rideterminazione dei *parametri* sin qui se-

---

[75] Cfr. per tutti CORSETTI, *Cambiamo il patto di stabilità,* editoriale del 16 febbraio 2010 reperibile su www.lavoce.info

guiti, al fine di riallocare in nuovi «vincoli numerici» le aspettative di stabilità che i governi non sono riusciti a realizzare con le metodologie previste negli accordi in passato posti in essere. Il rilancio di un'Europa unita - che intende allontanare da sé l'effimero dell'utopia politica e lasciare il più ampio spazio possibile alle dinamiche dell'integrazione - deve avvenire sulla base di nuove *norme di coordinamento,* idonee a raccordare la specificità delle realtà nazionali con le priorità richieste dall'adozione della moneta unica e dalla logica di un progetto comune (esteso a ricomprendere anche i previsti ingressi di paesi dell'*Est Europa*).

Va da sé che, in sede politica, dovranno essere individuati gli *ambiti* entro cui riuscire a condurre in maniera armonica e concordata le attività di governo a livello europeo. Ciò significa, in primo luogo, addivenire alla proposizione di regole che consentano di evitare all'*autonomia* delle politiche fiscali, riconosciuta ai paesi membri, di tradursi in *esercizio imprudente* delle determinazioni di spesa e dei saldi di bilancio.

Ed invero, una situazione di equilibrio (che, nel futuro, tenga lontani i pericoli di eventuali crisi) non potrà prescindere da livelli di spesa non solo fedelmente collegati alle entrate, ma anche raccordati ad un «sistema di ponderazioni», nel quale sia tenuto in debita considerazione il *peso* di ciascuno Stato all'interno dell'UE. Non v'è dubbio che, per tal via, potrà essere definito in modalità coerenti con l'obiettivo della sostenibilità fiscale il «tetto di spesa» dei singoli Stati; se del caso, a tale criterio ordinatore potrà aversi riguardo per l'individuazione di un «limite massimo» di *global spending* riferibile a ciascun paese (collegando, poi, al

rispetto delle condizioni così fissate la possibilità di fruire del sostegno finanziario dell'istituendo *Fondo monetario per l'Europa*).

L'introduzione di forme di coordinamento in senso *verticale* potranno completare il quadro di un rinnovamento che non intende rinunciare alla possibilità di *verifiche*, ritenendo insufficienti gli attuali presidi a salvaguardia della stabilità. Ciò consentirà di superare l'inadeguatezza dell'attuale apparato sanzionatorio, nel quale - come è stato di recente sottolineato[76] - non sono stati previsti «percorsi di recupero condizionato a un paese in difficoltà», essendo il raggiungimento degli obiettivi macroeconomici (formulati nelle competenti sedi internazionali) rimesso in concreto all'autonoma (e, dunque, alla volontà di farne) applicazione degli indirizzi espressi dalle autorità comunitarie.

Detta stagione di riforme potrà coincidere con il perseguimento dei traguardi fissati dalla Commissione nella *strategia decennale,* denominata Europa 2020, proposta al fine di realizzare una crescita «intelligente, sostenibile e solidale»[77]; riforme che andranno ad affiancarsi alle menzionate modifiche dell'architettura di vertice della supervisione europea proposte dal Rapporto *de Larosiere* (le cui indicazioni sono state recepite ed avallate nelle conclusioni Ecofin del 9 giugno 2009 e, successivamente, in quelle del Consiglio europeo del 18-19 giugno 2009)[78].

---

[76] Cfr. BRIVIO, L'Europa esce dall'inverno più lungo, in IlSole24Ore del 26 marzo 2010.

[77] Cfr. Commissione, Comunicazione COM (2010)2020 che riporta il testo di tale strategia dal quale è dato evincere gli obiettivi avuti di mira (*occupazione, ricerca, innovazione, cambiamento climatico ed energia, istruzione e lotta contro la povertà*) in vista di un rinnovamento che consenta di uscire più forti dalla crisi.

[78] Su tali profili cfr. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere,* in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2009, p. 147 ss, reperibile in www.rtde.luiss.it.; CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile,* Torino, 2010 (in corso di stampa), Cap. III.

Si apre la possibilità di dar vita ad un clima di rifondazione nel quale, tuttavia, le nuove regole da sole non saranno sufficienti a fermare il *processo di eurosclerosi* dianzi esaminato; sarà necessaria, anzi indispensabile la volontà di tutti i paesi dell'UE di rispettarle. Ciò auspicabilmente potrà verificarsi se vi sarà una diffusa consapevolezza che, operando nell'interesse comune, si costruisce il benessere delle generazioni future.

FRANCESCO CAPRIGLIONE

Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università LUISS G. Carli di Roma

MEZZI DI PAGAMENTO 'ALTERNATIVI' E SOLUTORIETÀ*

ABSTRACT: *The essay deals with the problem - discussed for a long time - of the payment of a debt by cheque, by banker's draft or by bank transfer rather than in cash; are those means of payment suitable for the discharge of obligation? Under Italian Law - see the provision under art. 1277 of the Civil Code - the money debt is to be paid in legal tender, that has always been considered as equivalent to the payment in cash. The author goes back over the precedents and over the different legal theories on the matter and gives his opinion on this dispute, welcoming favourably the recent leading case of the Italian Supreme Court (Corte di Cassazione) stating that the creditor can refuse the execution of obligation made by means of payment other than cash only if such a payment is likely to cause him damage.*

SOMMARIO: 1. Il problema. - 2. Mezzi di pagamento 'alternativi' e solutorietà: i termini giuridici del problema. - 3. Il contrasto giurisprudenziale risolto dalle SS.UU: l'orientamento maggioritario e tradizionalista,... - 4. (*Segue*): l'orientamento innovativo e minoritario e la decisione delle SS.UU. - 5. Note critiche e conclusioni.

1. Una recente decisione delle Sezioni Unite della Corte di Cassazione, n. 26617 del 18 dicembre 2007[1], ha riportato in auge la discussione intorno alla capacità solutoria di taluni mezzi di pagamento - principalmente l'assegno bancario e quello circolare, il giroconto, il bonifico - da lungo tempo pienamente accettati dalla *business community* come validi mezzi di estinzione dell'obbligazione pecuniaria e, in taluni casi, perfino imposti dal legislatore[2] ma, nonostante ciò, ancora relegati in una condizione di subalternità verso il mezzo di pagamento tradizionale, il denaro contante.

(*) Il presente saggio è destinato agli «Scritti in onore di Francesco Capriglione»

[1] Pubblicata in *Corr. giur.*, 2008, 504-506, con nota di A. DI MAJO, *I pagamenti senza denaro contante nella cashless society*. La decisione delle SS.UU. è stata originata dall'ordinanza di rimessione della Cass. 28 giugno 2006, n. 14957, con nota di V. PICCININI, *In tema di adempimento delle obbligazioni pecuniarie mediante assegno circolare*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, II, 139 ss..

[2] Alludiamo alle varie normative tendenti a reprimere il riciclaggio di denaro sporco.

L'ambito dei mezzi di pagamento 'alternativi' è ampio[3], ma il problema della solutorietà dei pagamenti avvenuti non utilizzando moneta coniata e banconote va circoscritto a quelli soli avvenuti con l'uso di assegni, giroconti, bonifici[4], escludendo dunque quelli avvenuti mediante carte di pagamento, siano esse di debito sia di credito e veicolino essi moneta scritturale o moneta elettronica. Invero, l'utilizzo di quelle carte non può efficacemente avvenire senza il previo consenso del creditore, spettando a questi apprestare le modalità tecniche (ci riferiamo all'elaboratore che gestirà l'immissione dell'ordine mediante 'strisciata' della carta o – nei casi di carta non a banda magnetica ma con *microchip* – mediante inserimento di quella) che consentiranno l'uso di quelle carte. Considerazioni analoghe possono essere fatte per il caso di utilizzo di strumenti di pagamento basati non già su *software*, come le *smart card*, ma su *hardware*.

Si aggiunga, infine, che la vetrofania esprime in forme ancor più nette e inequivoche il pieno assenso dell'esercente o del fornitore del servizio all'estinzione dell'obbligazione pecuniaria con moneta scritturale o elettronica.

Il problema della solutorietà tocca peculiarmente, dunque, i soli pagamenti avvenuti mediante invio di assegno bancario o di

---

[3] Vedi, ad esempio, l'elencazione fatta nella nuova normativa antiriciclaggio, il d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, precisamente nell'art. 1, secondo cui sono mezzi di 'pagamento' «il denaro contante, gli assegni bancari e postali, gli assegni circolari e gli altri assegni assimilabili o equiparabili, i vaglia postali, gli ordini di accreditamento o di pagamento, le carte di credito e le altre carte di pagamento, le polizze assicurative trasferibili, le polizze di pegno e ogni altro strumento a disposizione che permetta di trasferire, movimentare o acquisire, anche per via telematica, fondi, valori o disponibilità finanziarie».

[4] Distinguiamo giroconto da bonifico in forza del fatto che in quest'ultimo l'ordine di pagamento – chiamato più puntualmente ordine di giro - impartito alla banca confluisce solo provvisoriamente in un conto corrente (chiamato per tale ragione 'conto di passaggio') perché il fine ultimo della creazione di moneta bancaria su quel conto è quello di convertire questo tipo di moneta in denaro contante, o in un assegno circolare, l'uno o l'altro da ritirarsi a cura del beneficiario. Cosa diversa accade invece con il giroconto perché la creazione di moneta bancaria tende ad assumere il carattere di definitività.

assegno circolare, di esecuzione di bonifico e – ma in misura minore – di giroconto. Il giroconto va comunque incluso in quest'ambito perché non è vero che senza la cooperazione del creditore - e, dunque, senza il suo previo assenso - non sia possibile eseguire un giroconto: invero, esso potrebbe avvenire utilizzando, pur in assenza di consenso, le informazioni sui dati identificativi del conto corrente del creditore che questi abbia in precedenza dato a terzi. In casi come questi, la legittimità del rifiuto del creditore al pagamento avvenuto in questa forma dovrà essere valutata tenendo conto del fatto che questi ha tenuto un comportamento che sta 'a cavallo', in funzione delle sue modalità concrete di sviluppo, tra un assenso (al pagamento in questa forma) e un'inopponibilità del rifiuto (pur in assenza di una previa autorizzazione a effettuare il pagamento in tale modo) figlia dell'affidamento ingenerato con la precedente condotta.

2, L'argomento tradizionalmente utilizzato per negare efficacia solutoria al pagamento avvenuto mediante moneta bancaria è che l'art. 1277 cod.civ. considera irrifiutabile solo l'offerta di pagamento avvenuta mediante «moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento»[5], ossia – si sostiene - mediante moneta coniata e banconota (il denaro contante), unici mezzi aventi intrinseca e obiettiva capacità solutoria. Solo il pagamento

[5] L'ulteriore condizione posta dall'art. 1277, 1° comma, cod.civ., che il pagamento avvenga con moneta 'per il suo valore nominale' non rileva ai fini dell'indagine che stiamo compiendo.

Sui rapporti tra moneta legale e titoli al portatore pagabili a vista vedi lo stimolante scritto di F. CAPRIGLIONE, *I surrogati della moneta nella vigente normativa del T.U. n. 204 del 1910 sugli Istituti di emissione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1975, II, 365, a commento di un'interessante decisione del Pretore di Cortina d'Ampezzo, 8 agosto 1975, il quale aveva mandato assolto il direttore di una filiale della Standa che, uniformandosi alla prassi seguita in tutti gli altri Magazzini Standa, aveva disposto che, in mancanza di moneta spicciola, ai clienti venissero dati in resto gettoni di plastica con su stampigliate le cifre 5 – 10 – 20 – 50.

avvenuto attraverso questi mezzi produrrebbe dunque, *ex se,* il risultato atteso dal creditore, quello di conseguire il valore patrimoniale collegato alla somma dovutagli e ciò perché solo quello costituirebbe adempimento *esatto* della prestazione dovuta[6]. Per converso, il pagamento avvenuto con mezzi diversi dal denaro contante, seppure molto sicuri (alludiamo all'assegno circolare), sarebbe 'inesatto adempimento', liberatorio solo in caso di previa accettazione da parte del creditore.

Si afferma che a tale conclusione si giungerebbe anche in forza della circostanza che, *ex* art. 1182, comma 3°, cod.civ., «L'obbligazione avente per oggetto una somma di denaro deve essere adempiuta al domicilio che il creditore ha al tempo della scadenza»[7]. In considerazione del fatto che un pagamento per mezzo di moneta bancaria imporrebbe al creditore di recarsi pres-

---

[6] Sull'obbligazione pecuniaria come obbligazione di risultato si veda A. DI MAJO, *Dell'adempimento in generale*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1994, 117 ss., il quale, nell'affrontare la tematica relativa alle modalità della prestazione e/o dell'adempimento, osserva come "la legge può stabilire che, per aversi adempimento di una obbligazione, non sia sufficiente che il debitore tenga quel determinato comportamento ossia esegua la prestazione dovuta, ma sia necessario che il risultato si raggiunga e che esso vada a vantaggio del creditore (ad es. in tema di obbligazioni pecuniarie)".

[7] La portabilità dei debiti pecuniari è, come è noto, l'eccezione alla regola della generale richiedibilità dell'adempimento delle obbligazioni. Tale eccezione è emersa con il codice civile del 1942, visto che nel codice civile del 1865 anche l'obbligazione pecuniaria era una obbligazione *querable*, con rispetto quindi del principio del *favor debitoris*. Nella Relazione al libro 1 delle obbligazioni, l'abbandono di tale principio viene spiegato facendo riferimento «alla generalizzazione convenzionale del patto del pagamento al domicilio del creditore» e sulla base della considerazione che «con mezzi di trasmissione del denaro oggi diviene più agevole al debitore l'adempimento al domicilio del creditore che non a questi di ottenere il pagamento al domicilio del debitore». A. DI MAJO, *L'adempimento dell'obbligazione*, Bologna, 1993, 114, specificando che nelle obbligazioni *querable* il creditore deve collaborare attivamente con il debitore, mentre in quelle *portable* «un particolare onere di iniziativa grava sul debitore che deve fare in modo che la prestazione pervenga nella concreta disponibilità del creditore, presso il domicilio di esso». Con riferimento al modello tedesco chiamato *Schickshuld*, l'autore parla di una terza «specie» di obbligazioni nelle quali «il debitore possa essere liberato dal proprio obbligo attraverso *l'avvio a destinazione* della prestazione dovuta ma sopportando il rischio del mancato raggiungimento del risultato», andando così a configurare un modello «misto», non inquadrabile né nelle *querable*, né nelle *portable*.

so la banca trattaria del titolo[8], o – in caso di accredito bancario - presso quella ove gli sono state accreditate le somme, si sostiene che, anche in forza di questa previsione, un pagamento eseguito non con denaro contante diverrebbe liberatorio solo se accettato dal creditore o se, successivamente, da questi ratificato.

Il ricorso all'art. 1182 quale argomento per negare l'intrinseca capacità solutoria di assegni e ordini di giro non convince. La *portabilità* del debito pecuniario assume il rango di elemento naturale del rapporto obbligatorio solo se, come recita il primo comma dello stesso art. 1182 cod.civ., «il luogo nel quale la prestazione deve essere eseguita non è determinato dalla convenzione o dagli usi e non può desumersi dalla natura della prestazione o da altre circostanze...»[9]. Solo in tal caso «si osservano le norme che seguono...».

Possiamo supporre che al codificatore del 1942 il problema del pagamento attraverso moneta bancaria (scritturale) fosse sicu-

---

[8] Da ultimo, si v. Cass. 10 giugno 2005, n. 12324. Già prima, Cass., 10 febbraio 2003, n. 1939, in *Giur. it.*, 2003, 1631, con nota di A. BERTOLOTTI e Cass., 3 luglio 1980, n. 4205, la quale ultima aveva affermato che «se fosse consentito al debitore di adempiere l'obbligazione pecuniaria con la consegna o l'invio di assegni bancari o circolari al creditore, ciò implicherebbe la sostituzione del domicilio di quest'ultimo con la sede dell'istituto bancario, presso cui il titolo sia riscotibile, quale luogo di adempimento di debiti di denaro». G. SICCHIERO, *Adempimento, assegno bancario non trasferibile, clausola "per conoscenza e garanzia",* a commento di Trib. Milano, 5 ottobre 1989, in *Giur. it.*, 1990, fasc. 10, 719 ss. nella quale si era affermato che «In mancanza di diversa pattuizione, il semplice invio dell'assegno al domicilio del creditore non costituisce adempimento dell'obbligazione pecuniaria. Qualora non risulta la diversa volontà delle parti, in presenza di una clausola contrattuale con cui si prevede il rimborso di una somma mediante assegno circolare emesso all'ordine del creditore, il luogo dell'adempimento dell'obbligazione è nel domicilio del creditore» riconosce la correttezza di tale ragionamento (719). L. FARENGA, *La moneta bancaria*, Torino 1997, 13, invece, contestando la rigida applicazione dell'art. 1182 c.c. ha affermato che «in una società che sembra muoversi in direzione dell'eliminazione di spostamenti di denaro (cosiddetta *cashless society*), soprattutto nell'ambito dei rapporti commerciali, appare del tutto anacronistica una rigida applicazione del principio di cui all'art. 1182, 3° comma c.c.».

[9] A. DI MAJO, *L'adempimento*, op. cit., 117 precisa che nel caso di volontà delle parti, questa «potrà essere contenuta in apposita clausola (del contratto) ma anche *tacitamente* desumersi dal comportamento (specie esecutivo) delle stesse. Tale volontà può anche essere successiva alla conclusione del contratto». Per L. FARENGA, *La moneta*, op. cit., 59 «L'ultimo inciso della norma di cui all'art. 1182, 1° comma ha evidentemente valore assorbente per il problema in esame».

ramente noto ma non se ne percepisse l'importanza e lo spessore; ora, di fronte ad un'economia profondamente diversa da quella che aveva ispirato quel legislatore e profondamente finanziarizzata, in assenza di puntuali interventi legislativi è indispensabile leggere le disposizioni attuali con le lenti di cui oggi si dispone, e così – ad esempio – dando il rilievo che meritano a considerazioni quali quella secondo cui è *prassi, cosa usuale* nelle relazioni commerciali non 'spicciole', regolare il pagamento mediante intervento della banca[10] e, dunque, in legittima deroga a quanto previsto dall'art. 1182[11] cod. civ. Con una modesta dilatazione del concetto di usi il problema della portabilità del debito verrebbe superato.

La tesi che avversa la naturale solutorietà del pagamento avvenuto per mezzo di moneta bancaria fa leva, infine, su un terzo argomento, ossia su quanto disposto in tema di offerta reale dall'art. 1209 cod.civ.. Ivi si prevede, infatti, che «Se

---

[10] Già M.E. POGGI, *L'assegno circolare come mezzo di pagamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1983, I, 123 rilevava come «qualora si sia in presenza di cifre rilevanti che potrebbero rappresentare il prezzo di una compravendita, il risarcimento di danno, una liquidazione di lavoro, od una indennità, il mezzo usato, dall'accredito bancario al vaglia all'assegno circolare, deve considerarsi esatto rispetto all'estinzione dell'obbligo di adempiere, tanto più se gli stessi creditori, in occasione di analoghi versamenti avevano accettato implicitamente queste modalità».

Per un'esame della diversa ipotesi di "irragionevolezza" del pagamento in contanti si v. Pret. Genova, 20 settembre 1981, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1981, II, 479 con nota di F. CAPRIGLIONE

[11] Mette in luce in questi termini l'eccessiva rigidità con la quale la giurisprudenza maggioritaria affronta la problematica L. FARENGA, *La moneta*, op. cit., 59: «Se Tizio, residente a Milano, riceve in pagamento di un proprio credito vantato nei confronti di Caio, residente a Palermo, un assegno bancario non trasferibile e lui intestato e tratto su una agenzia di Palermo, e non dispone di un conto corrente bancario sul quale versare detto assegno, ben potrà dolersi di tale mezzo di pagamento e sostenere che Caio non ha esattamente adempiuto la sua obbligazione pecuniaria. È pur vero che Tizio potrebbe anche aprire un conto corrente bancario proprio al fine di incassare l'assegno, ma è anche vero che ciò lo costringerebbe ad un'attività, e comunque comporterebbe un ritardo nell'ottenere la disponibilità della somma, che non possono certo farsi legittimamente carico del creditore. All'opposto, se Tizio disponesse di un conto corrente bancario (o l'assegno in questione fosse un assegno circolare e non bancario riscotibile sulla piazza di Milano), potrebbe legittimamente porre a Caio di recarsi da Palermo a Milano per consegnare nelle sue mani la somma in moneta contante e rifiutare l'assegno pervenutogli per posta?»

l'obbligazione ha per oggetto denaro, titoli di credito, ovvero cose mobili da consegnare al domicilio del creditore, l'offerta deve essere reale». La realità dell'offerta di pagamento di un debito pecuniario, si afferma, imporrebbe la consegna di denaro.

Questa tesi appare però ancor più gracile della prima perché la 'realità' dell'offerta non sembrerebbe per nulla compromessa dalla *datio* di (ad esempio) un assegno circolare in luogo del denaro.

Come si è già anticipato, per i sostenitori della tesi secondo cui solo la consegna di pezzi monetari produce l'estinzione dell'obbligazione pecuniaria, è la *traditio* degli stessi pezzi a fungere da elemento discriminante. Di riflesso, una mera attribuzione di un diritto di credito, seppure verso un soggetto istituzionalmente chiamato a svolgere il servizio di pagamenti com'è la banca, non produrrebbe l'estinzione dell'obbligazione.

Il pagamento che fosse eseguito dal debitore utilizzando assegni circolari o bancari, giroconti, bonifici, realizzerebbe così un'ipotesi di prestazione diversa da quella dovuta (consegna di banconote o di monete) e, dunque, un caso di 'prestazione in luogo dell' adempimento', *ex* art. 1197 cod.civ., con l'effetto di non rendere quella prestazione liberatoria per il debitore «salvo che il creditore vi consenta». Volendo accettare, anche solo per confutarla, quest'impostazione, va detto che non sarebbe però l'art. 1197 il referente normativo corretto perché la vicenda dovrebbe essere trattata non già come una generica 'prestazione in luogo di adempimento' bensì come una più specifica 'cessione di un credito in luogo dell'adempimento', ai sensi e per gli effetti dell'art. 1198 cod.civ.. L'effetto sarebbe di condizionare l'estinzione della obbligazione non solo al consenso del creditore e all'esecuzione

della prestazione ma anche alla riscossione del credito, salva sempre una diversa volontà delle parti.

L'utilizzo dei tre citati argomenti esprime un approccio al problema del pagamento effettuato con mezzi 'alternativi' al denaro contante molto 'ortodosso', tradizionale, un approccio che questa massima giurisprudenziale sintetizza bene: «sebbene sia sempre più diffuso nell'ambito dei rapporti commerciali e privati l'uso di assegni bancari e circolari quali mezzi di pagamento di somme di denaro, resta fermo nell'ordinamento giuridico il principio stabilito nell'art. 1277 codice civile secondo cui i debiti pecuniari si estinguono con moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento ... allorché in un contratto la prestazione di una delle parti consista nella consegna di una somma di denaro, la relativa obbligazione deve essere eseguita a mezzo di moneta avente corso legale secondo il disposto dell'art. 1277 codice civile, applicabile a tutti i debiti pecuniari, qualunque sia la causa che vi abbia dato origine»[12].

Per varie e intuibili ragioni, la tesi 'tradizionale' non poteva però non andare esente da critiche.

Invero, essa – facendo leva su una discutibile interpretazione dell'art. 1277 cod.civ. – impedisce un adattamento naturale della materia dell'adempimento dell'obbligazione pecuniaria all'evoluzione economica e all'affermarsi di sistemi di pagamento alternativi a quelli tradizionale, incentrati sull'intermediazione, tra debitore e creditore, di un soggetto professionale, sottoposto a stringente vigilanza prudenziale, quale è la banca. Nel suo chiudersi a soluzioni coerenti con quell'evoluzione, la tesi tradiziona-

[12] Cass. 3 luglio 1980, n. 4205, in *Foro it.*, 1980, I, 2113 con nota di R. PARDOLESI.

le finisce così per accomunare il rapporto tra correntista e banca (quando sia caratterizzato dall'esistenza di una provvista di denaro di cui il primo può disporre) a quello tra due soggetti legati da un ordinario rapporto di credito-debito.

L'incessante finanziarizzazione dell'economia imponeva un abbandono della soluzione tradizionale o, quantomeno, un'attenuazione del suo rigore. Il processo che ha portato a una sua rivisitazione è stato, però, lungo e laborioso, ed è opportuno riassumerne i momenti più importanti, culminati – al momento in cui stiamo scrivendo – con l'importante decisione delle Sezioni Unite della Cassazione, che ha aperto, con la massima autorevolezza, la strada a una profonda rivisitazione della tradizionale e dogmatica impostazione in tema di pagamento avvenuto non nelle forme tradizionali.

Gioverà muovere dall'analisi – anzitutto letterale - dell'art. 1277, analisi che merita condurre inserendo tale disposizione nel più ampio ambito di quelle con le quali lo Stato ha voluto affermare ampiezza e limiti della propria sovranità monetaria, ossia gli artt. 1278 (Debito di somma di monete non aventi corso legale), 1279 (Clausola di pagamento effettivo in monete non aventi corso legale), 1280 (Debito di specie monetaria avente valore intrinseco)[13].

Già da una prima combinazione tra quanto disposto nell'art. 1277 e quanto nell'articolo che lo segue, si coglie che con l'espressione 'moneta avente corso legale nello Stato' il legislatore non ha pensato al mezzo in concreto utilizzabile per estinguere

[13] In argomento, oltre alla tradizionale trattazione di T. ASCARELLI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, in *Commentario del codice civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma 1962, ed ancor prima, ID, *La moneta, considerazioni di diritto privato*, Padova 1928, v. A. DI MAJO, *Obbligazioni pecuniarie*, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano 1979, 279, 280; C. M. BIANCA, *Diritto civile*, 4, Milano, 1990, 141 ss..

l'obbligazione ma all'unità di misurazione (o di conto) dei valori monetari, ossia a qualcosa di meramente 'ideale'[14] e non 'reale' perché distinta dalle monete (fisiche) effettivamente circolanti e destinate a passare dal debitore al creditore[15].

Quale mera unità di conto, mezzo per misurare e non per pagare, la moneta di cui parla l'art. 1277 cod. civ. sarebbe dunque altra cosa rispetto agli strumenti di *rappresentazione*[16] concreta di essa stessa. E allora, il legislatore del tempo, parlando di moneta avente corso legale nello Stato, pensava – in un rigurgito autocratico[17] - alla Lira e non alle monete o alle banconote rappresentative di quell'unità di misura monetaria; in quel modo, egli chiariva la propria intenzione a che la liberazione dalle obbligazioni avvenisse con la moneta dello Stato italiano *e non con quella emessa*

---

[14] *Ideal unit*, ideale unità di misura dei valori dei beni sul mercato, svincolata da qualunque valore monetario, laddove euro, yen, sterlina, dollaro, rublo sono le attuali più importanti unità di conto monetario, rappresentate poi fenomenicamente nei pezzi monetari, distinti in multipli e sottomultipli dell'unità. L'enucleazione del concetto di moneta come 'ideal unit' è di A. NUSSBAUM, *Das Geld in Teorie und Praxis des deutschen und auslaendischen Rechten*, Tuebingen, 1925, *passim* e 6 ss.; ed anche in *Money in the Law National and International,* Brooklin, 1950, *passim* ed è stato fatto conoscere in Italia da T. ASCARELLI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, cit., 70, che comunque criticò la suddetta costruzione, ed è stato valorizzato più recentemente da B. INZITARI, *La moneta*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, Padova, 1983, e da ultimo in *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria nella società contemporanea: tramonto della carta moneta e attribuzione pecuniaria per trasferimento della moneta scritturale*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2007, I,133 ss., in particolare 145 ove si rileva che «...la moneta creata dallo Stato consiste in unità meramente ideali, *ideal unit*, del tutto prive di una intrinseca materialità, definibili solo attraverso il *nomen* attribuito dallo Stato e valutabili sulla base del rapporto con cui nel mercato vengono scambiate con altre unità ideali monetarie o con qualsiasi altro bene suscettibile di valutazione economica...».

[15] B. INZITARI, *La moneta*, cit., 24.

[16] Puntualmente B. INZITARI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, cit., 146 rileva che i pezzi monetari emessi dallo Stato «rappresentano e non certo costituiscono l'unità ideale monetaria creata dallo Stato». La sovrapposizione dei due concetti è invece netta in T. ASCARELLI, *Delle obbligazioni pecuniarie*, cit., 41 ss. e 61, ove si individua nel pagamento con assegni una *datio in solutum*.

[17] La storia della moneta ci insegna la piena compatibilità tra l'esercizio della sovranità monetaria (che postula un'unità di conto) – e la circolazione al proprio interno di strumenti di pagamento provenienti da Paesi diversi. Cfr. M. BLOCH, *Esquisse d'une historie monétaire de l'Europe*, Colin, Parigi 1954, trad. it. *Lineamenti di una storia monetaria d'Europa,* Torino, 1982, 61, secondo cui «Fino al secolo XIX quasi in nessun paese la moneta indigena sarà sufficiente sul proprio territorio».

da altri Stati. Tale privilegio fu espresso con chiarezza nell'art. 1278 e in quello successivo, in forza del quale il debitore che si fosse impegnato a pagare con monete non aventi corso legale nello Stato avrebbe potuto adempiere la propria obbligazione con moneta avente corso legale nello Stato, salvo che le parti non avessero convenuto il contrario, apponendo la clausola "effettivo" o altra equivalente[18].

Non è il riferimento letterale alla "moneta avente corso legale nello Stato al tempo del pagamento", allora, che può dare fondamento all'opinione secondo cui solo l'offerta di denaro contante è in grado di estinguere l'obbligazione. Come osservato in dottrina[19], lo stesso legislatore, del resto, aveva al tempo utilizzato altre espressioni e altri termini quando aveva voluto riferirsi alle banconote ed alla moneta coniata: all'art. 225 del r.d. 23 maggio 1924 n. 827 (*Regolamento di contabilità generale dello Stato*) aveva disposto che «le entrate dello Stato si riscuotono in *contanti*» ed all'art. 230 che «i versamenti di somme nelle tesorerie devono essere fatti in *denaro effettivo*» (corsivi nostri).

Alla luce di tutto ciò, va condivisa l'osservazione che l'art. 1277 non riguarda le modalità attraverso le quali effettuare il pagamento, «ma il sistema valutario nazionale e la necessità, quindi, che i mezzi monetari impiegati si riferiscano ad esso»[20]; e quella di chi ha chiosato che «L'art. 1277 c.c. assume, in quest'ottica, una funzione assolutamente peculiare e diversa da

[18] Secondo B. INZITARI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria*, cit., 138, «L'unità legale monetaria è infatti la proiezione numerica di un comando della sovranità monetaria ed al pari di tutti i comandi non ha materia... Le banconote e le monete sono soltanto il *veicolo*, la *forma di manifestazione materialmente e praticamente necessaria (almeno ad un certo livello di sviluppo del fenomeno monetario) della unità di misura costituita dalla monetary unit* creata dallo Stato».

[19] Lo ricorda L. FARENGA, *La moneta*, cit., 46.

[20] E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, in *Trattato di diritto privato* diretto da Rescigno, IX. *Obbligazioni e contratti*, Torino, 1999, 443, nt. 53.

quella assegnatagli comunemente. Non si vuole, infatti, con tale norma, stabilire un'esclusività della moneta legale, intesa come moneta rappresentata da banconote e monete divisionarie, sugli altri mezzi di pagamento. Si vuole al contrario chiarire che le obbligazioni sorte nel territorio nazionale possono essere comunque estinte con moneta nazionale, né il creditore può rifiutare tale moneta salvo che non sia stato espressamente pattuito un pagamento in moneta estera ... Il problema è dunque essenzialmente di carattere valutario»[21].

Per chi condivida questa ricostruzione della *ratio* dell'art. 1277 cod. civ., è agevole delineare in modo diverso la questione dell'oggetto del pagamento ed affermare che esso non deve più consistere necessariamente nel 'denaro contante' – il quale conserva, comunque, la caratteristica di mezzo di estinzione dell'obbligazione tendenzialmente irrifiutabile[22] -, potendo aprirsi a forme alternative ossia a fenomeni di 'rappresentazione' della moneta ideale, diversi da quello tradizionale, laddove essi siano riconosciuti ed accettati dal mercato[23].

---

[21] L. FARENGA, *La moneta*, cit., 45, sempre sulla scia di E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, cit., 443, nt. 53, ma anche di A. MAGAZZU', voce *Pagamento*, in *Dizionari del diritto privato* a cura di Irti, 5, *Diritto monetario*, Milano, 1987, 525.

[22] Salvi i casi in cui il pagamento deve essere fatto con moneta bancaria per ragioni di prevenzione del rischio di riciclaggio. Abbiamo detto che il denaro è 'tendenzialmente' irrifiutabile e non 'assolutamente' irrifiutabile perché condividiamo di G. LEMME, *Moneta scritturale e moneta elettronica*, Torino, 2003, *passim* e 116 e *La rivoluzione copernicana della Cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca, borsa tit. credito*, 2008, fasc. 5, pt. 2, 562 ss., secondo cui in taluni casi anche il pagamento in moneta legale è rifiutabile perché inappropriato per le circostanze concrete dello scambio.

[23] E', questo, un elemento cui G. LEMME, *Moneta scritturale*, cit., 114 assegna un'importanza centrale, affermando che «Ciò che conta, dunque, è l'attitudine di una determinata fattispecie ad essere accettata, percepita come mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, ossia mezzo di pagamento »

Ciò che conta, si argomenta, è che sia messa a disposizione del creditore'[24] la quantità di valore monetario, di potere di acquisto, che egli si attendeva, dovendo il creditore – se razionale – rimanere indifferente al "modo in cui tale disponibilità gli pervenga, purché vengano rispettate le norme giuridiche sul tempo e sul luogo dell'obbligazione"[25]. Un pagamento tramite giroconto bancario, ad esempio, non sarebbe, dunque, una prestazione 'diversa' da quella dedotta quale oggetto dell'obbligazione (anche se si riconosce l'esigenza di controllare l'effettiva e concreta capacità di realizzare l'interesse del debitore).

Corollario di questa tesi è che, se il pagamento con moneta scritturale non è una prestazione diversa da quella che è oggetto dell'obbligazione, la liberatorietà del pagamento non dipenderà dal consenso del creditore ed essa potrà essere conquistata senza che sia necessario considerare come 'consenso' del creditore atti meramente impliciti o 'comportamenti permissivi'[26] quali, ad esempio, l'indicazione degli estremi del conto corrente nella corrispondenza commerciale, la non opposizione ad un pagamento in forme alternative, l'esistenza di una costante pratica individuale ecc..

---

[24] Come sostiene L. FARENGA, *La moneta*, cit., 56, svalutando così l'essenzialità della *traditio* (che caratterizza il pagamento con denaro contante) e ritenendo che l'esigibilità a vista del credito verso la banca e la sicurezza che questa adempirà puntualmente la propria obbligazione rendono pienamente equiparabile la posizione del creditore verso una banca a quella di chi dispone materialmente del denaro; già prima così anche E. QUADRI, *Le obbligazioni pecuniarie*, cit., 448, aveva parlato di «conseguimento di una forma di disponibilità patrimoniale in forma liquida».

[25] G. LEMME, *op. ult. cit.*, 115.

[26] Come li ha chiamati G.F. CAMPOBASSO, *Il bancogiro. Profili strutturali*, in G.B. PORTALE (a cura di), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, 642. Dice correttamente L. FARENGA, *La moneta*, cit., 71, 79, che in questo modo il pagamento in moneta bancaria uscirebbe da uno stato di subordinazione rispetto a quella legale, con il risultato di non dovere neppure andare in cerca di 'usi', attuazioni specifiche, particolari nature della prestazione.

Nonostante l'indubbia validità di questa tesi, il processo di avvicinamento tra moneta bancaria e denaro contante ha seguito strade diverse, affidandosi alla teoria dell'abuso di diritto e alla sua capacità di controllare l'operato del creditore[27]; o, più frequentemente, alla capacità della clausola di correttezza nell'esecuzione del contratto[28] di impedire al creditore di rifiutare ingiustificatamente il pagamento avvenuto in forme alternative; o, ancora, a quella del precetto di diligenza nell'esecuzione della prestazione, ritenuto applicabile anche all'adempimento dell'obbligazione pecuniaria[29] ed utilizzabile per impedire al debitore di adempiere attraverso un mezzo di pagamento che, effettivamente ed in concreto, pregiudichi gli interessi del creditore ma, di riflesso, anche per autorizzare l'utilizzo di modalità di pagamento non nocive per quest'ultimo.

Chi ha pragmaticamente puntato a costituire l'interesse del creditore e la sua effettiva soddisfazione come metro di valutazione dell'idoneità del mezzo di pagamento ha affermato che spetta al debitore la scelta degli strumenti e delle modalità di attribuzione della somma di denaro, scelta che deve essere compiuta «secondo criteri che sono idonei a trasferire la somma di denaro secondo efficienza e sicurezza, senza che il creditore possa va-

---

[27] P. RESCIGNO, voce *Obbligazioni (diritto privato)*, in *Enc. del dir.*, Milano, 1979, XXIX, 133 ss. e in particolare 178 ss., secondo cui sarebbe da considerare un abuso nei confronti del debitore il comportamento del creditore che non faccia presente l'esistenza di un interesse apprezzabile e una ragione tale da giustificare la volontà di ricevere il pagamento solamente con denaro contante, anziché con modalità alternative. Vedi anche M. E. POGGI, *Il pagamento*, cit., 113, secondo cui abusa del proprio diritto il creditore che rifiuta ingiustificatamente il pagamento a mezzo assegno circolare.

[28] Valorizzata, in particolare, da G.F. CAMPOBASSO, *Il bancogiro*, cit., 162 ss., da L. FARENGA, *La moneta*, cit., 68 ss. e da B. INZITARI, *La moneta*, cit., 65 ss..

[29] A. DI MAJO, voce *Pagamento*, in *Enc. del dir.*, Milano, 1981, XXXI, 559; B. INZITARI, *La moneta*, cit., 64 ss.. Che il pagamento sia soggetto a controllo in base al dovere di diligenza non è cosa scontata perché si è spesso ritenuto che l'obbligazione pecuniaria, quale obbligazione di risultato, sia soggetta alla logica (binaria, diremmo) dell'adempimento/inadempimento, a differenza delle obbligazioni di fare ove è la diligenza a fornire il metro di giudizio per valutare l'esattezza della prestazione.

lidamente opporsi se non nei casi in cui le sue possibilità di soddisfazione siano in realtà compromesse» [30]. Assumerebbero, pertanto, decisiva considerazione per valutare l'efficacia del rifiuto del creditore di ricevere il pagamento in moneta bancaria circostanze di vario tipo ma comunque non dissimili da quelle che abbiamo già visto incidere ai fini dell'accettazione di una *datio in solutum*, quali: i) quelle relative agli eventuali pregressi rapporti commerciali tra le parti, regolati, senza opposizione del creditore, attraverso moneta bancaria; ii) quelle facenti leva su comportamenti 'pubblici' del creditore, come – ad esempio – l'aver indicato nella propria carta intestata, o in fatture, gli estremi di un proprio conto corrente; iii) quelle ruotanti intorno a particolari usi commerciali, tipici dell'ambiente ove si pone lo specifico rapporto contrattuale[31].

Va precisato che tali circostanze (in particolar modo, quelle rubricate *sub* i) e ii) assumono valore quando, già di per sé, non siano espressive di un previo consenso del creditore al pagamento in forme alternative a quella tradizionale, perché la prova dell'esistenza di questo preverrebbe il problema che si cerca di risolvere consentendo una fin troppo agevole collocazione della vicenda nell'ambito della dazione di pagamento accettata.

Tornando al problema del luogo del pagamento, una volta ricordato che la regola della portabilità del debito pecuniario ha già subito un forte ridimensionamento a causa della normativa antiriciclaggio[32], vi è stato chi ha cercato di "smussare" le asperità

[30] B. INZITARI, *L'adempimento*, cit., 141.

[31] Per una disamina delle soluzioni giurisprudenziali tedesche al problema v. B. INZITARI, *L'adempimento*, cit., 152 ss..

[32] In forza della quale, ai sensi dell'art. 49, 1° comma, del d.lgs. 231/2007 (come modificato dal d.l. 112/08 e successiva legge di conversione), i pagamenti eccedenti un determinato importo debbono essere effettuati per il tramite di un intermediario finanziario,

del disposto dell'art. 1182 cod. civ. invocando un controllo delle pretese creditorie basato su buona fede e correttezza[33]; chi ha tentato di superarle allargando il concetto di 'domicilio' del creditore da quello 'anagrafico' a quello del soggetto che tecnicamente è idoneo a ricevere il pagamento per il creditore[34]; e ciò ha fatto anche alla luce dell'art. 1182, comma 1, cod.civ. che valorizza la natura della prestazione o gli usi.

Ma, a ben vedere, questa dilatazione dell'art. 1182 cod.civ. può essere evitata una volta che si accetti che l'obbligazione pecuniaria è un'obbligazione alternativa con facoltà di scelta (intorno ai mezzi per estinguerla) in capo al debitore[35], ferma - ovviamente – l'esigenza che ogni mezzo utilizzando sia, alla luce delle

con l'effetto che il luogo di pagamento diventa quello della dipendenza della banca nella provincia del domicilio del creditore.

[33] Il dovere di prestare collaborazione da parte del creditore in merito al luogo dell'adempimento è richiamato nella sentenza della Cassazione, 10 febbraio 1998, n.1351, nella quale - con riferimento all'assegno circolare - si afferma che il creditore non può obiettare l'inesattezza del luogo della prestazione poiché è necessario tener conto della mutata realtà sociale e del fatto che normalmente si è in possesso di un conto bancario. Precisamente si afferma che non valga «obiettare che tali titoli comportano per il portatore di recarsi presso la banca per riscuotere il danaro, mentre il creditore, di regola, ha diritto di ricevere la prestazione al suo domicilio. La crescente considerazione sociale che oggi accompagna la circolazione degli assegni circolari ed il fatto che il creditore, normalmente, ha un proprio conto bancario presso il quale deposita il proprio danaro ed i propri titoli, delegando la banca depositaria alla loro riscossione, rende assai difficilmente condivisibili le obbiezioni sopra indicate, che in passato sono state condivise anche dalla giurisprudenza di questa Corte, dalla quale, tuttavia, è consentito discostarsi in ragione della mutata realtà sociale». Considerazioni analoghe erano state espresse da M. E. POGGI, *L'assegno circolare*, op. cit., 123 la quale aveva rilevato come «non può considerarsi eccessivamente gravoso per il creditore la trasformazione dell'assegno in moneta tanto più che ormai tutti possiedono un conto corrente, dove nella maggioranza dei casi l'assegno non viene neppure scambiato, ma versato».

[34] B. INZITARI, *L'adempimento*, cit., 156, 157. Pare muoversi sulla stessa scia F. MORCAVALLO, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria mediante consegna di assegni circolari: inquadramento sistematico e valenza teorico-applicativa di un orientamento evolutivo*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, 757, la quale fa notare che «la nozione di domicilio va oggettivizzata alla luce del normale andamento dei rapporti socio-economici, ben potendo intendersi come domicilio del creditore la sede bancaria in cui quest'ultimo sia solito dare impulso all'operazione di conversione del'assegno di denaro contante o, più in generale, quella in cui il creditore sia titolare del conto su cui deve essere accreditato l'importo del titolo di credito».

[35] Sul modello di quella prevista dall'art. 1278 cod.civ., il quale consente a chi si sia indebitato in moneta non avente corso legale nello Stato di pagare in moneta legale. Della scelta compiuta dal debitore risponderà allora – rileva L. FARENGA, *La moneta*, cit., 72, 73 – egli stesso: se la scelta sia caduta, ad esempio, nel pagamento mediante giroconto, sua sarà la responsabilità del ritardo nell'accreditamento.

concrete caratteristiche della specifica vicenda obbligatoria, capace di realizzare l'interesse creditorio.

Infine, quanto all'argomento che fa leva sull'art. 1209 cod.civ. ai sensi del quale, per evitare la *mora accipiendi,* occorre ricorrere all'offerta reale, ossia alla consegna a mezzo notaio o ufficiale giudiziario della somma in contanti, valga – in sostanza – quanto si è già scritto a proposito della regola sul luogo di pagamento, ossia che l'adattamento del codice civile alle mutate circostanze economiche impone un utilizzo dello stesso che esalti, e non sminuisca, gli strumenti di allentamento delle rigidità disciplinari offerti dallo stesso codice. Nel caso concreto, l'art. 1214 cod.civ. introduce un temperamento al rigore dell'offerta formale consentendo al debitore che l'abbia fatta 'nelle forme d'uso' – quali ci paiono essere quelle comunemente usate negli affari, e ritenute espressione del principio di correttezza e buona fede - di costituire ugualmente in mora il creditore. Vi è da aggiungere, poi, che la giurisprudenza riconosce oramai da qualche tempo l'idoneità dell'invio di un assegno o di un vaglia a escludere la *mora debendi*[36].

[36] Cass. 21 dicembre 2002, n. 18240, secondo cui «L'offerta di pagamento della somma dovuta fatta dal debitore con l'invio, a mezzo posta, di assegno circolare al domicilio del creditore al tempo della scadenza dell'obbligazione integra la fattispecie di cui all'art. 1220 c.c., che vale ad escludere soltanto la mora del debitore, salvo che l'offerta sia rifiutata dal creditore per un motivo legittimo»; Cass. 28 luglio 1997, n. 7051, secondo cui «L'offerta di pagamento mediante assegno circolare da parte del debitore deve ritenersi eseguita secondo gli usi, non sussistendo alcun pericolo di mancanza della relativa provvista presso la banca obbligata al pagamento (che è autorizzata alla emissione di titolo di credito solo previa costituzione "*ex lege*" di idonea cauzione a garanzia degli stessi), così che, a prescindere da ogni questione sull'efficacia liberatoria di tale forma di pagamento e sul luogo dell'adempimento delle obbligazioni aventi ad oggetto somme di denaro, tale offerta non può non qualificarsi idonea ad integrare la fattispecie dell'offerta non formale, con correlativa esclusione della "*mora debendi*" ai sensi dell'art. 1220 c.c.». Si veda anche Cass. 29 maggio 1972, n. 1708, secondo cui «L'invio a mezzo vaglia postale delle somme dovute a titolo di pagamento della pigione, comportando per il creditore l'onere di recarsi a riscuotere il vaglia presso l'ufficio postale, non può considerarsi come pagamento effettuato al domicilio del creditore stesso in moneta avente corso legale, né può quindi assumere efficacia liberatoria se non sia intervenuta l'accettazione da parte del destinatario, tuttavia desumibile anche dal suo stesso comportamento; può, però, eccezionalmente

Sembra pertanto meritevole della massima considerazione l'opinione dottrinale estrema[37], ossia quella che, facendo leva su una lettura dell'art. 1277 cod.civ. che pone questa disposizione in modo neutrale rispetto al problema della modalità concreta del pagamento, vuole che il debitore di una somma di denaro sia libero di pagare con il mezzo di pagamento che ritiene più opportuno[38], fermo che il mezzo concretamente scelto non arrechi disagi al creditore e che il comportamento del debitore non si presti, per tale ragione, a considerarsi lesivo del dovere di correttezza, ma fermo altresì che – dove sia stato utilizzato un mezzo di pagamento alternativo ma pur sempre tradizionale (assegno bancario o postale; giroconto; bonifico) - il contrasto con il dovere di correttezza dovrebbe essere provato dal creditore[39].

3, Nel 2007 la Corte di Cassazione si è pronunciata a Sezioni Unite sul tema che ci sta occupando. Il caso portato alla sua attenzione era quello del pagamento effettuato dal debitore - intimato al pagamento con atto di precetto - mediante invio di asse-

---

l'invio del vaglia, quale offerta non formale della prestazione dovuta, escludere in concreto la *mora debendi* del conduttore per colpa di costui, ove altre circostanze concorrano a porre in evidenza la sua buona fede, ispiratrice della seria volontà di esattamente adempiere. Nelle obbligazioni ad esecuzione periodica, come la locazione, anche un inadempimento iniziale di scarso rilievo può rivestire i caratteri della serietà e della gravità di cui all'art. 1455 c.c., se si protrae nel tempo e se persiste malgrado il ricorso alle vie giudiziali».

[37] Più estrema a patto di non considerare quella che è giunta perfino ad affermare, nell'ambito di rapporti tra commercianti, l''obbligo' del debitore di adempiere con moneta bancaria: B. HEINRICHS, in *Münchener Kommentar*, § 361, Rdn 16, 4, a), 1015.

[38] Da ultimo lo ha sostenuto G. LEMME, *Moneta scritturale*, cit., 115 e 117, dove si afferma con nettezza, parlando dei rapporti tra denaro e moneta scritturale, che «Entrambe le forme di moneta, dunque, costituiscono mezzo di adempimento equivalente dell'obbligazione pecuniaria».

[39] Secondo L. FARENGA, *La moneta*, cit., 71, la tendenziale idoneità di ciascun mezzo di pagamento a soddisfare l'interesse creditorio accollerà sul creditore stesso l'onere di dimostrare l'inidoneità di quello concretamente utilizzato. L'A. rileva come l'attenzione non vada portata sull''idoneità' del mezzo di pagamento ma sulla 'rifiutabilità' dello stesso, rifiutabilità da sottoporre a controllo secondo correttezza. Rifiutabilità che, secondo G. LEMME, op. ult. cit., 117, colpisce anche talune ipotesi di pagamento con denaro contante.

gno circolare e rifiutato dal creditore. In discussione non era, come spesso accade, l'esattezza quantitativa del pagamento - spesso ma non questa volta, mancante perché il debitore non include gli interessi o le spese del precetto; - si discuteva, invece, proprio sulla possibilità di liberarsi dell'obbligazione adempiendo con un titolo di credito bancario, che nel caso concreto consisteva in un assegno circolare.

Adito in giudizio per subire pronuncia di condanna al pagamento, il debitore si era difeso richiamando l'autorità di Cass. 10 febbraio 1998, n. 1351[40], decisione con la quale era stato affermato il principio secondo cui la consegna di assegni circolari, pur non equivalendo al pagamento effettuato con somme di denaro, aveva la capacità di estinguere l'obbligazione ogni qual volta il rifiuto del creditore apparisse contrario al dovere di correttezza *ex* art. 1175 cod.civ..

Le Sezioni Unite della Cassazione impostano la questione chiedendosi anzitutto «se il creditore possa rifiutare senza giustificato motivo il pagamento che il debitore intenda compiere con assegni circolari e pretendere che avvenga con la corresponsione di denaro contante, pena l'inadempimento e gli effetti conseguenti di "*mora debendi*"».

Tale dubbio vedeva contrapporsi due orientamenti: l'uno - maggioritario e di stampo tradizionalista[41] – basato sul rilievo che

[40] Pubblicata in Cass., 10 febbraio 1998, n. 1351, in *Foro it.*, 1998, I, 1914, e in *Banca, borsa, tit. cred.* 1999, fasc. 3, pt. 2, 300-304, con nota di C. STINGONE, *Il pagamento a mezzo di assegni circolari*.

[41] Quanto alla giurisprudenza, nel senso di assegnare alla sola moneta legale la capacità di estinguere i debiti pecuniari, si erano espresse Cass. 21 giugno 1958, n. 2190, in *Giust. civ.*, 1959, I, 165 s., con nota di G. GIACOBBE, *E' legittimo corrispondere le somme di cui all'art. 1503 c.c. mediante assegno circolare?*, Cass. 8 marzo 1977, n. 950, in *Giur. comm.*, 1977, II, 458 ss.; Trib. Milano, 5 ottobre 1989, in *Giur. it.*, 1990, fasc. 10, pt. 1, 719 ss., con nota di G. SICCHIERO, *Adempimento, assegno bancario non trasferibile, clausola "per conoscenza e garanzia"*; Pret. Torino, 30 gennaio 1991, I, 560.

il pagamento dell'obbligazione pecuniaria con moneta scritturale si sostanzia in un'offerta di dazione in conto di adempimento *ex* art. 1197 c.c.; l'altro – minoritario ma più innovativo – teso a considerare liberatorio il pagamento quando il rifiuto del creditore fosse in contrasto con buona fede e correttezza.

Occorre spendere qualche parola per analizzare i termini essenziali di quei due orientamenti.

Il primo – che, come abbiamo detto, poteva dirsi al tempo assolutamente maggioritario – si basava sulla convinzione che il pagamento dell'obbligazione pecuniaria con moneta scritturale si sostanziasse in un'offerta di dazione in conto di adempimento, *ex* art. 1198, e che questa, come tale, necessitasse anzitutto di essere in precedenza accettata (anche implicitamente) dal creditore, o in seguito ratificata mediante l'utilizzo delle somme portate dall'assegno. Neppure l'accettazione del titolo bancario da parte del creditore avrebbe trasformato la consegna del titolo in pagamento, perché l'estinzione del debito avrebbe comunque assunto le vesti di una *datio pro solvendo*, con l'effetto che l'estinzione del debito si sarebbe realizzata solo al momento dell'utilizzo del titolo.

La più recente adesione della Suprema Corte a quest'orientamento era avvenuta con la decisione 10 giugno 2005, n. 12324, sentenza con la quale era stato dato torto a una nota società di assicurazioni che, intimata a suo tempo con atto di precetto da chi si affermava creditore di una modestissima somma, aveva interposto opposizione contro tale atto affermando di avere già estinto la propria obbligazione con l'invio al creditore di un assegno circolare portante la somma dovuta. In quel caso, il

giudice di pace adito aveva accolto l'opposizione avendo ritenuto che l'assegno circolare fosse mezzo idoneo a estinguere debiti di denaro.

Il Tribunale di Roma aveva rigettato l'appello affermando che il pagamento con assegno circolare è idoneo strumento di pagamento di debito pecuniario fino a che il creditore non dimostri che il suo rifiuto non è un atto contrario alla buona fede e correttezza ma l'espressione di un legittimo interesse del creditore a ricevere denaro contante; e che - nella fattispecie – tale prova non era stata fornita. Così decidendo, il Tribunale di Roma si era posto a sua volta nella scia di quell'orientamento in forza del quale il rifiuto di un assegno circolare andava esaminato secondo il dovere di correttezza *ex* art. 1175 cod.civ.[42]. Alla base di quest'ultimo orientamento erano state poste considerazioni incentrate sulla particolare sicurezza dell'assegno circolare[43] e sulla facilità della sua circolazione: considerazioni che avevano portato la Cassazione, in quei casi, a qualificare come scorretto, perché ingiustificato e perché antagonista con il dovere di collaborazione con il debitore sussistente in capo al creditore, un suo rifiuto.

Adita con ricorso dal creditore che aveva rifiutato l'assegno circolare, la Cassazione ha confutato con grande rigore i precedenti della stessa S.C. richiamati e fatti propri dal Tribunale di

[42] V. Cass. 7 luglio 2003, n.10695, secondo la quale «il pagamento del credito a mezzo di assegno circolare è estintivo del credito, se l'atto è interpretato secondo buona fede oggettiva, a sensi dell'art. 1355 cod. civ.. La norma, infatti, consente di ritenere che la consegna di assegni circolari, pur non equivalendo al pagamento a mezzo di somme di denaro, estingue l'obbligazione di pagamento quando il rifiuto del creditore appare contrario alle regole della correttezza, che impongono allo stesso creditore l'obbligo di prestare la sua collaborazione all'adempimento dell'obbligazione, a norma dell'art. 1175 cod. civ.»; nello stesso senso anche Cass. 10 febbraio 1998, n.1351, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1999, II, 297 con nota di C. STINGONE, *Il pagamento*, cit., in parte, anche Cass. 13 gennaio 1982, n. 186.

[43] La necessità che ciascuna banca emittente – ai sensi dell'art. 82 del r.d. 21 dicembre 1933, n. 1736 ed art. 49 del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 - tenga presso la Banca d'Italia un deposito cauzionale a garanzia di tutti gli assegni che emette.

Roma a fondamento della propria decisione ed ha ribadito, ma con argomenti nuovi, la solidità della tesi tradizionale. Gli argomenti utilizzati in questo caso dal S.C. sono stati i seguenti:

I. Il dato letterale dell'art. 1277, comma 1, cod.civ.[44], si è affermato, è inequivoco nel disporre che l'estinzione dei debiti pecuniari debba avvenire con moneta avente corso legale nello Stato. La fermezza di tale regola – si ricorda – trova un limite solo quando l'importo dovuto superi quello indicato come soglia massima per i pagamenti in contante dalla legge antiriciclaggio.

II. A ciò si è aggiunto che l'assegno circolare (e, *a fortiori,* quello bancario) non può essere assimilato al denaro contante per volontà stessa del legislatore che ne ha limitato o comunque condizionato l'utilizzo[45] al fine di evitare che esso si ponesse 'in concorrenza' con il denaro contante. Ne discende che la consegna o la trasmissione di un assegno circolare (ma ciò vale *a fortiori* per quello bancario), pur se entrambi rivestano la natura di mezzo di pagamento e non di mezzo di credito (com'è invece la cambiale), salva diversa volontà delle parti s'intende fatta *pro solvendo* e non *pro soluto*, con esclusione, quindi, di un immediato effetto estintivo del debito.

III. Da tali premesse si trae la convinzione che la pretesa che l'invio al creditore di un assegno circolare in luogo della somma di denaro abbia effetto solutorio dell'obbligazione violi non solo l'art. 1277 – disposizione, comunque, di cui si riconosce

[44] Che, a dire della S.C., non è disposizione datata, che non tiene conto dell'evoluzione socioeconomica, «in quanto, poiché il legislatore è intervenuto anche nel 2004… a confermarne implicitamente la validità e la funzionalità, non può l'interprete non tener conto di ciò».

[45] Stabilendo che l'assegno circolare non può mai essere al portatore o con il nome del prenditore in bianco (art. 83, comma 1 n. 3, e comma 2, l.a.) e fissando un termine di presentazione molto breve (art. 84 l.a.).

la natura dispositiva e dunque la derogabilità - ma anche l'art. 1197 cod.civ. (che richiede il consenso del creditore perché, in luogo dell'adempimento, sia ceduto un credito), oltre che l'art. 1182 cod. civ..

IV. L'aver tenuto il punto sulla concezione classica dell'art. 1277 ma, nello stesso tempo, l'aver anche affermato la sua natura di norma dispositiva, consente alla S.C. di indicare le ipotesi al cui verificarsi l'art. 1277 non troverà applicazione, tutte ruotanti sull'esigenza di un consenso, anche presunto, del creditore: «*a*) quando esiste un accordo espresso tra debitore assegnante e creditore assegnatario; *b*) quando preesiste una pratica costante tra le parti nel senso di attribuire efficacia solutoria alla consegna, in pagamento, di assegni circolari»[46]; «c) quando la *datio pro solvendo* dell'assegno in luogo del contante sia consentita da usi negoziali (art. 1340 cod. civ.), i quali ben possono essere evocati a dimostrazione di una volontà contrattuale derogatoria della disciplina legislativa (dispositiva) *ex* artt. 1277 ss. cod. civ.»[47].

V. Ma il punto più significativo – ma anche più debole – dell'*iter* argomentativo della S.C. è quello nel quale si afferma l'infondatezza del richiamo alla correttezza del creditore come metro di valutazione del suo rifiuto. Quest'opinione viene 'cassata' (è proprio il caso di dire così) sulla base del rilievo secondo cui la collaborazione che il creditore deve prestare «è dovuta solo per riceversi l'oggetto della prestazione e non un oggetto differente, per il quale non è dovuta alcuna collaborazione, ma sussi-

[46] E qui la S.C. rinvia a Cass. 3 luglio 1980, n. 4205.
[47] Come già affermato in Cass. 24 giugno 1997, n. 5638; Cass. 19 aprile 1980, n. 2583 ; Cass. 3 aprile 1991, n. 3470 .

ste solo la facoltà del creditore di prestare il proprio consenso (art. 1197 cod. civ.)».

4. A contrapporsi all'orientamento giurisprudenziale che poco fa si è descritto ve n'era altro, certamente minoritario, in forza del quale il pagamento mediante forme alternative (generalmente, mediante assegni circolari), pur non equivalendo a un pagamento a mezzo di moneta legale, avrebbe prodotto l'estinzione dell'obbligazione quando il rifiuto opposto dal creditore fosse apparso, nel caso concreto, contrario alle regole di correttezza *ex* art. 1175 cod. civ..

Tale opinione considera l'adempimento dell'obbligazione pecuniaria non già come atto materiale di consegna della moneta contante, bensì come una più complessa prestazione il cui tratto identificativo sta nell'essere diretta all'estinzione del debito e nella quale le parti devono tenere un comportamento collaborativo che, quanto al creditore, va valutato in base alla regola di correttezza e, quanto al debitore, in base a quella di diligenza. Ove avvenga con mezzi diversi dal denaro contante, l'adempimento sarà efficace e liberatorio solo quando realizzi i medesimi effetti del pagamento per contanti e, cioè, quando sia in grado di porre e ponga il creditore nelle condizioni di disporre liberamente della somma di denaro, senza che rilevi se la disponibilità sia riconducibile ad un rapporto di credito verso una banca (nelle forme del 'credito disponibile') presso la quale la somma sia stata accreditata.

Alfieri di tale orientamento erano stati la Cass. 10 febbraio 1998, n. 1351; Cass. 7 luglio 2003, n. 10695[48]; Cass. 19 dicembre 2006, n. 27158[49].

Questi ora indicati sono i termini del contrasto che le Sezioni Unite si sono incaricate di dirimere, cosa che hanno fatto con una decisione asciutta, sobria, condivisibile quanto all'intento modernizzatore che l'ha stimolata seppure, in alcuni decisivi passaggi, contraddittoria[50]; una decisione che ha affermato la rifiutabilità del pagamento a mezzo di assegno circolare solo nel caso che il pagamento in quella forma danneggi il creditore.

Queste le motivazioni poste alla base di questa decisione:

I. se è vero che manca, nell'ordinamento, una regola di parificazione della moneta avente corso legale a quella scritturale, nondimeno non può non tenersi conto dell''abbondante legislazione speciale' che ha preso posizione sul rapporto tra le due forme di moneta; in particolare – si sostiene – non si possono trascurare il d.l. 3 maggio 1991, n. 143 in materia di antiriciclaggio[51] ed il d.l. 4 luglio 2006, n. 223, che ha imposto che i compensi in denaro per l'esercizio di arti e professioni, superiori a 100 euro, vengano riscossi solo mediante assegni non trasferibili, bonifici o altre modalità di pagamento bancario o postale. Tali interventi legislativi, si è affermato, incidono nell'opera di «interpretazione della normativa codicistica sul sistema di pagamento dei debiti pecuniari».[52]

---

[48] In *Banca borsa tit. credito*, 2004, II, 390.
[49] In *Giust. civ. Mass.*, 2006,12.
[50] Per le ragioni che esporremo a breve.
[51] Poi abrogato e sostituito dal d.lgs. 26 maggio 2007, n. 153.
[52] Trarre rilievi sistematici dalla legislazione speciale è, però, opera sempre molto pericolosa in Italia stante la generale caducità del prodotto normativo. Appena è stata cambiata la maggioranza parlamentare, infatti, il d.l. 223/06 è stato abrogato.

II. La legislazione speciale che ha imposto, in talune circostanze, l'uso dei mezzi alternativi di pagamento è il frutto, sostiene la S.C., della definitiva maturazione di grandi cambiamenti socio-economici che hanno prodotto la *definitiva accettazione dell'assegno bancario e di quello circolare come mezzi normali di pagamento*, rispondendo in tale modo all'esigenza di affrancamento dalla consegna materiale del denaro contante «per ragioni di sicurezza e velocizzazione dei rapporti». Tutto ciò, conclude sul punto la S.C., «impone un'interpretazione evolutiva, costituzionalmente orientata, dell'art. 1277 c.c. che superi il dato letterale e, cogliendone l'autentico senso, lo adegui alla mutata realtà». E' questo il passaggio più audace della sentenza delle SS. UU. perché con esso si attua e si annuncia il più diretto superamento della tesi tradizionale che collega estinzione dell'obbligazione a utilizzo della moneta legale. Parliamo di 'diretto' superamento per contrapporlo a quello che la S.C. avrebbe potuto realizzare per il tramite del ricorso alle regole di correttezza (del creditore nell'esercitare il potere di rifiuto) e di diligenza (del debitore, nell'eseguire la prestazione). A dire il vero, la S.C. fa ricorso alle due regole generali, sia nel dispositivo sia in motivazione, in quest'ultima affermando, nel periodo che termina la parte motiva della decisione, che «La valutazione del comportamento del creditore va fatta in base alla regola della correttezza e della buona fede oggettiva», ma tale specifica affermazione appare, a questo stadio del ragionamento, come un *obiter* o, comunque, come un'affermazione con un alto grado di stilisticità, avulsa dalle premesse del ragionamento. Non ci sembra irrilevante, infatti, la circostanza che la S.C. parli di 'buona fede' e di 'corret-

tezza' – di fatto un'endiadi – e non di 'correttezza' e 'diligenza', come, invece, sarebbe stato più corretto fare anche alla luce delle ripetute utilizzazioni giurisprudenziali di quest'ultima coppia di concetti.

Sembra allora che il fulcro argomentativo stia nel passo ove – dopo aver richiamato quell'orientamento dottrinale secondo il quale «l'art. 1277 c.c. non riguarda le modalità di pagamento, ma il sistema valutario nazionale ... evidenziando che secondo la concezione moderna il denaro è unità ideale di valore cui l'ordinamento attribuisce la funzione di unità di misura dei valori», la S.C. afferma: «Si ritiene, pertanto, che l'espressione "moneta avente corso legale nello Stato al momento del pagamento" significa che i mezzi monetari impiegati si debbono riferire al sistema valutario nazionale, senza che se ne possa indurre alcuna definizione della fattispecie del pagamento solutorio. E in altri termini la moneta avente corso legale non è l'oggetto del pagamento *che è rappresentato dal valore monetario o quantità di denaro*» (corsivo nostro).

Ciò porta la S.C. a terminare questa parte di ragionamento (quella centrale, oltre ché – a nostro avviso - la più rilevante) affermando che, adottando questa interpretazione dell'art. 1277, risultano ammissibili altri sistemi di pagamento «purché garantiscano al creditore il medesimo effetto del pagamento per contanti, e, cioè, forniscano la disponibilità della somma di denaro dovuta». E qui è chiaro il condizionamento culturale verso il § 362.1 (Estinzione mediante adempimento) del BGB secondo cui il rapporto obbligatorio si estingue quando la prestazione dovuta è effettuata al creditore.

Dunque, la S.C. individua nel pagamento a mezzo di moneta bancaria non una prestazione *diversa* da quella oggetto dell'obbligazione, ma «niente altro che una diversa modalità di adempimento», cosa che la porta a escludere l'applicabilità dello schema della dazione in pagamento.

III. Restava da superare l'obiezione fondata sul principio di portabilità del debito, obiezione che la S.C. liquida – forse un po' troppo sbrigativamente - affermando che: i) il creditore ha solo l'interesse ad acquisire la «giuridica disponibilità della somma», non ad ottenere il possesso dei pezzi monetari; e che ii) se ciò è vero, «il concetto di domicilio del creditore non coincide con il suo domicilio anagrafico soggettivamente riconducibile alla persona fisica, ma deve essere oggettivizzato e può individuarsi nella sede (filiale, agenzia o altro) della banca presso la quale il creditore ha un conto». Meglio sarebbe stato rilevare che, se si accetta la premessa secondo cui anche l'utilizzo di altri sistemi di pagamento, purché questi «garantiscano al creditore il medesimo effetto del pagamento per contanti, e, cioè, forniscano la disponibilità della somma di denaro dovuta», produce l'effetto liberatorio, è giocoforza accettare le conseguenze di tale adesione e, tra le varie, quella che vuole che il pagamento con moneta scritturale bancaria si consideri effettuato con l'annotazione dell'importo corrisposto in conto del creditore, a suo credito.

IV. E' su queste basi che le SS.UU. fissano il seguente principio di diritto: «nelle obbligazioni pecuniarie, il cui importo sia inferiore a 12.500 Euro o per le quali non sia imposta per legge una diversa modalità di pagamento, il debitore ha la facoltà di pagare, a sua scelta, in moneta avente corso legale nello Stato o

mediante consegna di assegno circolare; nel primo caso il creditore non può rifiutare il pagamento, come invece, può nel secondo solo per giustificato motivo da valutare secondo la regola della correttezza e della buona fede oggettiva; l'estinzione dell'obbligazione con l'effetto liberatorio del debitore si verifica nel primo caso con la consegna della moneta e nel secondo quando il creditore acquista concretamente la disponibilità giuridica della somma di denaro, ricadendo sul debitore il rischio dell'inconvertibilità dell'assegno».

Dopo la citata decisione delle SS. UU. la S.C. ha confermato tale orientamento con due altre sentenze in materia di assegno bancario, in un caso *sub specie* di assegno circolare e nell'altro di assegno di traenza[53]. Di esse merita rilevare l'istituzionalizzazione della scissione tra momento di adempimento, da parte del debitore, del proprio obbligo - che si realizza con la consegna degli assegni – e quello dell'estinzione dell'obbligo e della liberazione del debitore, che si concreta con l'incasso delle somme portate dagli assegni[54]; con l'ulteriore conseguenza, coerente con la normale dinamica dei rapporti commer-

[53] Cass. Civ., 10 marzo 2008, n. 6291, in *Studium iuris*, 2008, 1448 ss., con nota di V. MECCA, secondo cui «L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria va inteso non come atto materiale di consegna della moneta contante bensì come prestazione diretta all'estinzione del debito, nella quale le parti devono collaborare osservando un comportamento da valutare per il creditore secondo la regola della correttezza e per il debitore secondo la regola della diligenza. Se, in particolare, il debitore paga con assegno circolare, attese le caratteristiche dell' assegno di traenza, connotate dalla precostituzione della provvigione, lo stesso integra un sistema che assicura al creditore la disponibilità della somma dovuta, sicché il pagamento effettuato con tale mezzo può essere rifiutato dal creditore solo per giustificato motivo (che il creditore stesso deve allegare e, all'occorrenza, anche provare), fermo che l'effetto liberatorio per il debitore si verifica quando il creditore acquista concretamente la disponibilità giuridica della somma di danaro, ricadendo sul debitore il rischio della inconvertibilità dell'assegno». V. anche F. VOMERO, *Il pagamento con assegno di traenza alla luce del principio di buona fede*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, I, 1195 ss.. Ad analoghe conclusioni arriva anche Cass. civ., 15 luglio 2008, n.19427, in *CED*.

[54] Si è parlato di «raffinato contemperamento» tra l'interesse del debitore, e quello del creditore: F. MORCAVALLO, *L'adempimento*, cit., 760.

ciali, che grava sul debitore il rischio dell'inadempimento, ma al contempo, il creditore viene gravato di quello derivante dal ritardato soddisfacimento causato da disfunzioni dell'operazione d'incasso.

Deve, però, ricordarsi come in quest'ultimo caso, se il ritardo si protrae oltre i normali tempi necessari alle operazioni di cambio e di accreditamento in conto, il creditore potrà, comunque, chiedere al debitore di adempiere in contanti[55].

5. Ciò detto, è il momento di esprimere un giudizio su questo importante *revirement* e ciò iniziamo a fare segnalando in prima battuta come, a nostro avviso, le conclusioni cui è giunta la S.C. non s'intonino con le sue premesse[56], ossia con affermazioni che avevano lasciato obiettivamente presagire uno scardinamento *incondizionato* dell'art. 1277 letto nella sua versione tradizionale.

L'aver concesso al creditore di rifiutare l'assegno, seppure solo per giustificato motivo, significa privare di sicurezza l'utilizzo di quel mezzo di pagamento, lasciandolo relegato in una condizione d'incertezza e, dunque, di subalternità nei confronti del denaro contante che, invece, a dire della S.C., non può essere rifiutato.

Posta in questi termini la questione, il debitore non avrà mai la certezza di liberarsi dal proprio obbligo.

---

[55] F. MORCAVALLO, *L'adempimento*, cit., 761.

[56] In particolare, con il passaggio nel quale si sosteneva che «'moneta avente corso legale nello Stato al momento del pagamento' significa che i mezzi monetari impiegati si debbono riferire al sistema valutario nazionale, senza che se ne possa indurre alcuna definizione della fattispecie del pagamento solutorio. Ed in altri termini la moneta avente corso legale non è l'oggetto del pagamento che è rappresentato dal valore monetario o quantità d denaro».

La vera equiparazione tra denaro contante e assegno circolare avrebbe dovuto passare, a nostro avviso, per l'affermazione della piena equivalenza, quanto a capacità solutoria, dei due mezzi di pagamento, assieme alla precisazione che il pagamento in moneta bancaria è rifiutabile ma, in astratto, tanto quanto è rifiutabile il pagamento con denaro contante, essendo *entrambi* soggetti al controllo *ex bona fide,* teso a reprimere situazioni in cui il rispetto del dato formale si coniughi con una sostanziale lesione dell'interesse creditorio.

Se riesce a tutti agevole immaginare un caso di pagamento mediante assegno circolare che si configuri come effettuato ai limiti della correttezza – si pensi al caso di chi adempia il proprio obbligo pecuniario, di modesto importo, inviando un assegno circolare a persona vecchia, oppure malata, della quale è noto il disagio nel recarsi in banca per ottenerne la conversione in denaro contante – con un po' di sforzo è possibile individuare un caso in cui la scorrettezza stia in chi paga con moneta legale – si pensi a chi offra di pagare un debito di significativo importo, di poco inferiore a quello massimo per cui è ammesso il pagamento con denaro contante, con monete del più piccolo taglio[57].

In questo modo si sarebbe affermato con la massima autorità che l'irrifiutabilità del pagamento non è mai assoluta, neppure quando questo avviene con denaro contante e che il presidio della buona fede opera comunque, non solo quando è necessario per

[57] Sulla scia di quanto già affermava G. GIORGI, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano esposta con la scorta della dottrina e della giurisprudenza*, Firenze, VIII, 1903, 25, chiedendosi: «ma sarà dunque lecito di pagare le grosse somme in tanti sacchetti di soldi? Potrà l'inquilino che esercita, fingiamo caso, uno spaccio di sale e di tabacco e riscuote somme a minuto, pagare la pigione di casa di più centinaia di lire, a forza di centesimi e di soldi», e INZITARI, *La moneta,* cit., 13, sottolineare che i limiti, esistenti in taluni ordinamenti, al pagamento di somme con pezzi monetari divisionari, sono espressione del principio di buona fede, nella fattispecie posto in capo al debitore ed imponentegli di non rendere più complessa la soddisfazione del creditore.

contemperare le esigenze del debitore ad avvalersi dei moderni strumenti di pagamento e quella del creditore di realizzare senza apprezzabile sacrificio il proprio interesse.

Ma la decisione della S.C., nella sua più alta composizione, stimola a un'altra riflessione.

Per quanto apprezzabile sia lo sforzo innovatore messo in campo dalle SS.UU. della Cassazione, la soluzione adottata sconta il limite di affidare al Giudice, in chiave postuma, la valutazione di una vicenda che dovrebbe caratterizzarsi per il grado più alto di insindacabilità.

Se essa può essere accettata ponendosi in un angolo visuale strettamente privatistico e confinando il giudizio allo specifico rapporto obbligatorio oggetto di valutazione, una volta che, invece, si voglia passare dal *pagamento* al *sistema dei pagamenti*, cioè dalla dimensione individuale a quella del mercato, quell'adesione deve essere revocata alla luce della considerazione che un sistema dei pagamenti deve basarsi non solo su strumenti efficienti organizzati all'interno di una cornice di regole certe ma, anche, su strumenti dotati di sicura capacità solutoria.

Come ben si comprende, il problema non sta allora nel *decisum* delle SS.UU., fortemente apprezzabile, ma nell'esigenza di ricorrere al sindacato giurisdizionale per ricevere da questo le regole di utilizzo dei moderni mezzi di pagamento.

Revirement come quello esaminato dovrebbero far maturare la convinzione che i risultati che si sono ottenuti per via di un'interpretazione giudiziale attenta ai mutamenti socio-economici sono la migliore dimostrazione che la materia è sicu-

ramente matura per essere regolata dal legislatore in modo conforme al nuovo spirito del tempo.

Matteo De Poli
Associato di Diritto dei mercati finanziari
nell'Università di Padova

L'ADOZIONE DEGLI ATTI DI REGOLAZIONE DELLE AUTORITÀ DEL MERCATO BANCARIO, FINANZIARIO, ASSICURATIVO E PREVIDENZIALE *

ABSTRACT: *For the first time, pursuant to Article 23 of Law 28 December 2005, no.262, Italy has introduced a dedicated scheme for the adoption of regulatory acts of general content by the main Regulatory Authorities (Bank of Italy, "Consob", "Isvap" and "Covip"). Such scheme covers the entire class of "regulatory act", i.e. those acts contributing to establish the set of rules that constitute the market, irrespective of the classification of such acts within the different sources of law – which may sometimes prove difficulties. The new regulation requires prior consultation with the interested parties' representative bodies, based on modalities the definition of which is delegated to regulations enacted by Regulatory Authorities, while the relevant main features are identified in the law. The scope of consultation is to enhance the quality of regulations by having private parties directly providing an adequate presentation of their interests and contribute collaboratively in the overall process. Additionally, Article 23 establishes an obligation to provide grounds for the regulatory acts, which was previously excluded from the general legal provisions on administrative procedure for all normative acts as well as for acts of general content. The use of methods for the analysis of the impact of regulation continues however to fall within the provisions set forth in Article 12 of Law 29 July 2003, no. 229.*

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La categoria degli atti di regolazione. – 3. La sfera oggettiva di applicazione dell'art. 23. – 4. La disciplina: la procedura di consultazione. – 5. *Segue*: la motivazione degli atti.

1. La legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari", detta, all'art. 23, una innovativa disciplina in tema di procedimento di adozione di atti regolamentari ed a contenuto generale da parte delle autorità preposte ai settori del mercato bancario e finanziario, assicurativo e previdenziale (Banca d'Italia, Consib, Isvap e Covip). Essa prevede che gli atti delle predette autorità aventi natura regolamentare o di contenuto generale "devono essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono", fatta ecce-

* Il presente lavoro è destinato agli « Scritti in onore di Francesco Capriglione ».

zione per quelli attinenti all'organizzazione interna, e che nel definirne il contenuto debba tenersi conto "in ogni caso" del principio di proporzionalità, previa attivazione di procedure di consultazione dei soggetti interessati ("organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori"); gli atti adottati debbono essere altresì "accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori". Le autorità possono, con propri regolamenti, individuare deroghe per casi di necessità e di urgenza o ragioni di riservatezza (art. 23, co. 4).

La legge n. 252/05 trae origine dall'unificazione di numerosi disegni e proposte di legge, il primo dei quali presentato alla Camera dei deputati il 27 febbraio 2002[1]. L'art. 23, in particolare, deriva dall'art. 16 del p.d.l. n. C.4747, presentato alla Camera il 25 febbraio 2004 ad iniziativa dei deputati Letta ed altri (proposta di istituzione di un "sistema di tutela del risparmio" comprendente la Banca d'Italia e una nuova "autorità per la trasparenza ed il corretto funzionamento dei mercati finanziari"), che a sua volta riprende la previsione dell'art. 7 del p.d.l. C.2052 ("Disposizioni in materia di Autorità indipendenti") presentato il 29 novembre 2001 alla Camera dei deputati e successivamente decaduto con la fine della legislatura. Il periodo finale del secondo comma, con-

[1] XIV Legislatura, p.d.l. C. 2436, d'iniziativa dei deputati Armani ed altri, avente ad oggetto "Riforma della vigilanza sulle assicurazioni e sui fondi pensione", successivamente unificato con le proposte di legge nn. 4543, 4551, 4586, 4622, 4639, 4746, 4747, 4785, 4971, 5294 e con i disegni di legge nn. 4705 e 5179-*ter*.

Sull'*iter* parlamentare della legge, cfr. CONDEMI, *Il ridimensionamento dei poteri della Banca d'Italia in materia di concorrenza*, in *La nuova legge sul risparmio*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2006, p. 195 ss.

cernente la consultazione degli organismi rappresentativi dei soggetti interessati, è stato inserito nel corso dei lavori in assemblea[2].

2. La norma, come reso esplicito nei commi secondo e terzo, disciplina i procedimenti per l'adozione degli "*atti di regolazione*" delle autorità preposte ai settori del mercato bancario e finanziario, delle assicurazioni e della previdenza privata, vale a dire degli atti mediante i quali queste autorità, nell'ambito delle competenze e nell'esercizio dei poteri attribuiti loro dalla legge, pongono *ex novo* ovvero integrano e dettagliano regole di legittimazione e condotta valevoli per gli attori economici.

Si tratta di atti che contribuiscono alla posizione dell'insieme delle regole costitutive del mercato [3] e che perciò svolgono una funzione di conformazione del mercato stesso [4],

---

[2] Nella seduta n. 595 del 2 marzo 2005 della Camera dei deputati, con l'approvazione di un emendamento presentato dai deputati Patria ed altri.

Nel p.d.l. C.4639, all'art. 3, co. 1, si prevedeva invece: "nello svolgimento delle loro funzioni le Autorità competenti di cui all'articolo 5: [...] d) garantiscono, nelle procedure di emanazione di atti regolamentari e amministrativi generali, il coinvolgimento dei soggetti vigilati e delle relative associazioni di categoria;".

[3] In quanto condizioni necessarie di concepibilità del mercato stesso, cioè condizioni necessarie di ciò di cui esse sono la regola: si tratta della tipologia di regole di cui discorre (con distinzioni che in questa sede non serve richiamare) A. CONTE, *Fenomeni di fenomeni*, in *Riv it. fil. dir.*, 1986, p. 29 ss, soffermandosi sull'esempio paradigmatico delle regole del gioco degli scacchi, in cui sia la *praxis* (il gioco degli scacchi) sia le sue unità (i pezzi; le mosse, quale ad esempio l'arrocco; gli *status ludici*: ad es., lo scacco) non esistono anteriormente alle regole e non sussistono indipendentemente da esse; avvertendo peraltro (p. 42) che ad essere tali non sono singole regole, ma la totalità delle regole di una *praxis* ("la costitutività eidetica conviene a *totalità* di regole, non a regole singole. Solo per metonimia si può qualificare eidetico-costitutiva una *singola* regola. Domandarsi se *una* regola [...] sia eidetico-costitutiva è improprio [...] così come [...] è impropria la domanda, quale suono o rumore produca il battere *una* mano").

[4] IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998: "i mercati sono *statuti normativi*, cioè non concepibili al di fuori dalle norme, che, provvedendo a disciplinarli, li fanno quali sono" (pag. 39) sicché "la disciplina legale, di soggetti beni negozî, è tutta conformatrice del singolo mercato. Basta cambiare soltanto una norma, ed essa sarà diversa da ciò che era" (p. 54); ID., *Il carattere politico-giuridico del mercato*, in *Rassegna economica del Banco di Napoli*, 2004, p. 557 (l'articolo riproduce la prefazione alla quinta edizione del libro *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003): "Non si conosce per vero alcun mercato (mercato, determinato nel tempo e nello spazio) che non presupponga istituti giuridici".

PANELLA, *Regolamentazione e «deregulation» delle attività economiche*, Milano, 1989, p. 23, nota come "lo stesso sistema economico idealizzato dagli economisti classici è un sistema regolamentato. Tutti i sistemi economici sono infatti costituiti da insiemi di norme che stabiliscono i

poiché, completando il quadro disegnato e talora appena delineato dal legislatore, concorrono a tracciarne l'essenza e la fisionomia disciplinandone soggetti, beni ed attività [5].

Evidenti manifestazioni di un policentrismo normativo giustificato dalla complessità dei sistemi da regolare e sempre più integrato in dinamiche di regolazione sovranazionali od internazionali [6], gli atti in questione dettano dunque prescrizioni [7] giuridiche che, seppur in vario e differente modo, tutte tendono alla realizzazione delle condizioni necessarie per l'ordinato ripetersi nel tempo dei rapporti e delle attività in cui ciascun mercato si sostanzia, garantendo tutela ai diversi interessi in gioco secondo una scala di valori storicamente determinata.

La legge, prescrivendone la motivazione "con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono" (art. 23 co. 1), mostra, appunto, quale funzione essi assolvano.

Per altro verso, la categoria degli atti di regolazione è definita per sottrazione rispetto a quella degli atti generali e per differenza rispetto a quella degli atti individuali: per sottrazione, in quanto l'art. 23, intestato ai "procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali", precisa con un inciso che dal suo ambi-

---

modi per l'acquisizione dei diritti di proprietà e le condizioni per modificare questi diritti: senza norme statali non c'è tutela dei diritti di proprietà e senza questi ultimi non vi è libero mercato".

[5] Con riferimento alla vigilanza regolamentare del settore bancario, osserva AMOROSINO, *Banca (dir. amm.)*, in *Enc. diritto*, Agg. IV, Milano, 2000, p. 143, che "la potestà conformativa riguarda sia i soggetti (e dunque l'organizzazione, la struttura delle società bancarie), sia l'attività, vale a dire l'operatività, e si concreta nella definizione di regole e precetti – posti in una graduazione discendente: da quelli di portata generale a quelli relativi a specifici tipi d'attività, ai precetti singolari, rivolti a singole imprese – mediante i quali l'autorità di vigilanza detta prescrizioni in ordine al 'come' devono essere svolte le attività ed in alcuni casi anche condizioni o limiti a particolari tipi d'attività o a singoli soggetti".

[6] Si pensi ad esempio agli accordi promossi dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria presso la Banca dei Regolamenti Internazionali.

[7] Non nel senso stretto di "ordine", ma in quello ampio adoperato, ad esempio, da MODUGNO, *Norma (teoria gen.)*, in *Enc. diritto*, XXVIII, Milano, 1978, p. 338.

to di applicazione restano esclusi "quelli attinenti all'organizzazione interna"; per differenza, in quanto alla disciplina dell'art. 23 è contrapposta la disciplina dell'art. 24 dedicata ai provvedimenti individuali.

Vale la pena di soffermarsi su questi punti.

L'art. 23, postulando che anche gli atti attinenti all'organizzazione interna delle autorità medesime siano – o comunque possano essere ritenuti – atti generali, con quell'inciso chiarisce l'esistenza di un rapporto di continenza tra l'insieme degli atti generali (così ampiamente inteso) e l'insieme degli atti di regolazione. Gli atti di organizzazione hanno proiezione interna, assumendo solo di riflesso rilevanza nello svolgimento verso l'esterno delle funzioni delle autorità, sicché non esprimono o sostanziano alcuna scelta di regolazione e di vigilanza nel senso anzidetto. Ciò che li caratterizza, per quanto qui interessa, è dunque il tipo di prescrizioni che vi sono contenute, che non sono strutturate in maniera ipotetica, bensì concreta, non attenendo a regole di comportamento, e assumono un rilievo esterno all'ente soltanto in combinazione con altre norme (che disciplinano la nomina e la durata del titolare dell'ufficio, gli attribuiscono competenze e poteri ecc.) [8].

Ciò che, invece, oppone nella legge n. 262/05 gli atti generali agli atti individuali è la molteplicità dei destinatari e delle fattispecie considerate, non nel puro senso quantitativo della loro entità numerica, ma nella misura in cui questi sono intese, dai primi, per classi e dai secondi, invece, *uti singuli*.

---

[8] Cfr. MODUGNO, *Norma (teoria gen.)*, cit.

Da un punto di vista teoretico, principalmente nelle riflessioni svolte sui caratteri distintivi delle norme giuridiche, il concetto di generalità è variamente concepito [9], con riferimento ora alla sfera dei soggetti per i quali l'atto produce effetti diretti [10], ora al profilo temporale delle regole di condotta [11], non di rado associato all'astrattezza in una formula (la c.d. "generalità-astrattezza") sostanzialmente endiadica [12]; né si è mancato di osservare, trascorrendo da un approccio teoretico a uno dogmatico, che l'intendere la generalità come sinonimo di universalità non trova rispondenza nell'esperienza del reale, la quale conosce norme a carattere settoriale, "a generalità ridotta", che rappresentano situazioni intermedie tra il generale e l'individuale [13].

---

[9] CRISAFULLI, *Atto normativo*, E.D., IV, Milano, 1959, p. 245, con riferimento alla generalità quale preteso carattere essenziale degli atti normativi, osserva che si tratta di un concetto "tutt'altro che univocamente inteso (talvolta, riferito alla ripetibilità della norma nel tempo; talaltra, invece, alla sua applicabilità spaziale ad una pluralità indeterminata di soggetti e di rapporti); e spesso considerato intimamente affine a quello (logicamente diverso) dell'astrattezza, com'è dimostrato dal frequente passaggio e quasi dalla traduzione, che si suol compiere, magari inavvertitamente, del primo nel secondo".

[10] BOBBIO, *Norma giuridica*, in *NNDI*, XI, Torino, 1965, p. 334: "Chiamiamo «generali» le norme che hanno per destinatario una totalità di individui, «individuali» quelle che hanno per destinatario un singolo individuo, «astratte» le norme che regolano un'azione-tipo, «concrete» quelle che regolano un'azione singola".

[11] Riff. in MODUGNO, *Norma (teoria gen.)*, cit., p. 344, nota 72.

[12] MODUGNO, *Norma (teoria gen.)*, cit., p. 365, lett. A, a proposito della generalità e della astrattezza quali criteri di differenziazione ed individuazione della norma giuridica ritiene che "il senso più proprio è dato dalla loro sintesi, ossia dalla ripetibilità (rispetto ai soggetti o ai comportamenti), a quello cioè che costituisce il *quid commune* o il minimo comune denominatore di essi".

Nel senso della distinguibilità tra i due concetti, ancor di recente, GUASTINI, *Teoria e dogmatica delle fonti*, in *Tratt. Dir. civ. comm. Cicu-Messineo*, I, 1, Milano, 1998, p. 40 s.: "(a) Diremo *generale* una norma la quale assume come condizione non una singola fattispecie, ma una *classe* di fattispecie – «tutte» le fattispecie che presentano certi requisiti – e a tutte connetta la medesima conseguenza giuridica (che sarà, perciò stesso, una conseguenza – tipo, una classe di conseguenze). In altre parole: una norma generale esige una formulazione che impieghi il quantificatore universale ("tutti"). Per questa stessa ragione, una norma generale è altresì una norma condizionale o ipotetica. (b) Diremo *astratta* una norma la quale assuma come condizione non una o più fattispecie passate (uno o più eventi già accaduti) e nominate, ma una classe di fattispecie *future e innominate*. Per contro: diremo *singolare* ogni norma che assuma come condizione una singola fattispecie; e diremo *concreta* ogni norma che assuma come condizione una o più fattispecie passate e nominate. (Ma, a dire il vero, in questo contesto, il vocabolo "norma" non sembra appropriato, e potrebbe essere utilmente sostituito da "precetto" o da alcunché di simile)".

[13] ZAGREBELSKY, *Il sistema costituzionale delle fonti del diritto*, Torino, 1984, p. 11, che richiama le cc.dd. norme "a generalità ridotta o a basso grado di astrattezza" di cui parla PREDIERI, *Pianificazione e costituzione*, Milano, 1963, p. 270.

Dal punto di vista di diritto positivo, che qui unicamente interessa, l'art. 23 si riferisce (oltre agli atti regolamentari) ad atti definiti, di volta in volta, atti generali (così in rubrica), atti di contenuto generale (così nel comma 1), atti di regolazione generale (così nel comma 2, qui con riferimento anche ai regolamenti). Il senso dell'aggettivazione – o, se si preferisce, il significato col quale il legislatore l'adopera – si chiarisce meglio nella contrapposizione di fattispecie con il successivo art. 24, dedicato ai procedimenti per l'adozione di atti individuali. Essa, infatti, consente di cogliere sul piano qualitativo, e non semplicemente quantitativo, la distinzione tra le due categorie di atti:

– generali, in quanto esprimono, come si è visto, "scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono", le quali sono, di conseguenza, destinate a produrre effetti per intere classi di soggetti (imprese, operatori, investitori, risparmiatori e rispettivi sottoinsiemi) – legittimate come tali dallo stesso art. 23 a partecipare al procedimento attraverso organizzazioni esponenziali, indipendentemente dal numero contingente di soggetti che compongono la classe al momento dell'emanazione dell'atto e quindi anche dalla loro concreta individuabilità [14] – nonché a trovare applicazione, quali regole di condotta, per tutte le fattispecie corrispondenti che dovessero presentarsi in futuro;

[14] Nel senso della conoscenza o conoscibilità, al momento dell'emanazione dell'atto, dei soggetti che in quel tempo compongono la classe, non certo di quelli che in seguito possono entrarvi a far parte.

Invero, "perché una disposizione legale costituisca una regola generale [...] è sufficiente che essa sia *virtualmente* suscettibile di un numero indeterminato di applicazioni" (enfasi nostra): così CARRÉ DE MALBERG, *Contribution à la théorie générale de l'Etat*, Parigi, 1920, I, p. 289, citato da GUASTINI, *op. cit.*, p. 41, nt. 61.

– individuali, in quanto essi (*a contrario*) non esprimono scelte di settore, ma si sostanziano in decisioni particolari, assunte *ex post facto* ed applicative di regole predeterminate, di cui costituiscono significativi esempi, espressamente indicati dalla norma, gli atti con cui sono irrogate sanzioni ed i procedimenti di controllo a carattere contenzioso [15].

Ne consegue che gli atti (regolamentari e) generali che costituiscono l'oggetto dell'art. 23 sono atti a rilevanza esterna, che contengono proposizioni ipotetiche aventi ad oggetto condotte di soggetti terzi rispetto alle autorità da cui promanano, formulate con riferimento a intere classi di fattispecie e destinatari, ancorché in concreto i loro membri possano essere facilmente identificabili (si pensi alle prescrizioni dettate per le società di gestione dei mercati).

Che si tratti di enunciati che pongano obblighi o divieti, che consentano determinate condotte od integrino elementi indicati in generale dalla legge e così via, per la loro funzione di regolare lo svolgimento degli scambi in questo o quel mercato di prodotti o prestazioni, cioè tipologie di azioni che si ripetono nel tempo, in definitiva gli atti di regolazione consistono per lo più [16] di prescrizioni destinate a trovare applicazione reiterata e costante e ad

---

[15] In questi termini, la contrapposizione tra atti di regolazione ed atti individuali potrebbe riportarsi alla tradizionale distinzione tra disporre e provvedere: "disporre", nel senso di "decidere *ex ante* in relazione ad una classe di fattispecie future, di cui per ciò stesso si *ipotizza* (e non: si constata) l'occorrenza"; "provvedere", nel senso di "decidere *ex post facto* in relazione ad una precisa circostanza già verificatasi" (così GUASTINI, *op. cit.*, p. 41).

Secondo MODUGNO, *op. cit.*, p. 369, tuttavia, "la differenza tra il cosiddetto disporre e il cosiddetto provvedere è convenzionale, relativa, incerta ed ambigua", ritenendo che l'esistenza di norme organizzative o strumentali (che conferiscono poteri) costituirebbe la migliore riprova dell'impossibilità di separare norme ipotetiche vere e proprie da precetti concreti non normativi.

[16] Per lo più, perché alle caratteristiche indicate nel testo sfuggono eventuali disposizioni di natura transitoria. Quanto agli atti c.d. pseudo-generali (aggettivo con cui MORTATI, *Istituzioni di diritto pubblico*, I, Padova, 1975, p. 308 designa le norme "cui viene conferito un aspetto di generalità, ma che in realtà si riferiscono solo a uno o più soggetti determinati o determinabili") essi andranno ricondotti tra gli atti generali di cui all'art. 23 o tra quelli individuali di cui all'art. 24 alla luce dei criteri che si sono esposti nel testo.

avere come loro destinataria una platea aperta di soggetti, composta da tutti coloro che, ora od in futuro, possano venirsi a trovare nella situazione ipotizzata, concernendo, in definitiva, un numero indeterminato ed indeterminabile di rapporti ed atti negoziali [17].

3. Diverso può essere il grado di dettaglio raggiunto nella definizione delle "regole del gioco" da parte dell'uno o dell'altro intervento regolatore e diverso l'apporto che questo può essere chiamato ad arrecare al complesso di norme in cui si inseriscono e agiscono gli attori economici. Può trattarsi, infatti, della semplice fissazione di termini e modalità di comunicazione di informazioni rilevanti, ma anche del loro contenuto; della individuazione di soglie di partecipazione al capitale di imprese bancarie, assicurative, di intermediazione mobiliare e così via, per cui la legge imponga oneri di comunicazione od il rilascio di autorizzazioni; della specificazione di regole di comportamento da osservare nei rapporti con i contraenti (ad es. art. 183, co. 2, d.lgs. n. 209/05) o della scrittura della disciplina del funzionamento di sistemi di tutela dei risparmiatori (ad es. art. 96-*ter*, lett. *c*, d.lgs. 385/93); della individuazione di "principi generali" che gli amministratori della società quotate debbono osservare nel fissare regole di trasparenza e correttezza per determinate operazioni (cfr. art. 2391-*bis* c.c., sulle operazioni con parti correlate), e via

[17] "La norma, che disciplina un singolo negozio o un numero predeterminato di negozî, non costituisce un mercato. Il mercato è una *struttura aperta*, in cui non sono predefinibili né il numero dei negozî né l'identità delle parti [...] Chiusa è la circolazione, di cui la legge identifichi, già essa stessa, le parti l'oggetto il negozio: aperto è il mercato, che la legge disciplina in modo generale e astratto": IRTI, *L'ordine giuridico*, cit., p. 47 s.

discorrendo [18]; talora, la legge attribuisce una potestà regolatrice di estensione tale che, limitata soltanto da una generica indicazione della sua finalità, solleva non pochi problemi sulle condizioni, i presupposti ed i limiti entro cui ritenerla circoscritta (cfr. art. 146 d.lgs. 385/93 in materia di vigilanza sui sistemi di pagamento [19]).

Le conclusioni precedentemente raggiunte sui caratteri distintivi degli atti di regolazione, peraltro, consentono di escludere che la disciplina sui procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali di cui all'art. 23 estenda il proprio ambito sino ad includere le ipotesi in cui le autorità di settore si limitino alla emanazione di atti aventi funzione puramente interpretativa di disposizioni vigenti o di mero orientamento per i soggetti del mercato (si pensi alle comunicazioni interpretative emesse dall'Isvap ai sensi dell'art. 5, co. 2, d.lgs. 209/05 e alle "raccomandazioni" della Consob [20]).

Certo è innegabile che anche chiarendo il proprio orientamento le autorità indirizzano l'azione dei regolati; d'altronde, pure i provvedimenti singolari, manifestando la posizione dell'autorità emanante e fungendo da parametro di raffronto per il

---

[18] Tali e tante sono le potestà di regolazione attribuite alle diverse autorità di settore, che troppo lunga ne sarebbe la minuta casistica; ma sufficiente a dare un'idea della loro ampiezza e pervasività è il corposo elenco delle competenze regolamentari in materia di intermediari finanziari, affidate alla Consob ed alla Banca d'Italia per l'esercizio della c.d. vigilanza regolamentare, di cui al novellato art. 6 del d.lgs. n. 58/98.

[19] Sul potere, riconosciuto alla Banca d'Italia dall'art. 146 del d.lgs. n. 385/93, di "emanare disposizioni volte ad assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti ed affidabili" e sui problemi sollevati da questa laconica disposizione, cfr. per tutti, con ampia e convincente indagine, MANCINI, *Il sistema dei pagamenti e la Banca centrale*, in AA.VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di GALANTI, Padova, 2008, p. 1212 ss.

[20] A puro titolo esemplificativo, si vedano la raccomandazione Consob n. DEM/9017965 del 26.2.2009 in materia di informazioni da riportare nelle relazioni finanziarie e nei comunicati stampa delle società immobiliari quotate, e la comunicazione Consob n. DEM/9017893 parimenti del 26.2.2009, recante raccomandazioni in merito alle modalità di nomina dei componenti gli organi di amministrazione e controllo delle società quotate (la cui procedura è stata normata dalla stessa Consob nel c.d. Regolamento emittenti, ai sensi dell'art. 148, co. 2, del d.lgs. 58/98).

trattamento dei casi analoghi che dovessero in seguito presentarsi, influenzano il comportamento degli operatori tutti, concorrendo alla formazione della costituzione materiale del mercato [21].

Il diverso grado di libertà può, in tesi, giustificare il diverso trattamento legislativo dell'azione delle autorità, a patto, però, che queste ultime non indulgano in sviamenti. È chiaro, in primo luogo, che nessuna questione può porsi in merito all'attività interpretativa della normativa primaria da parte delle autorità di settore, se non quella della conformità alla legge stessa della loro attività esegetica. Esse, infatti, sono vincolate alla legge, la cui interpretazione ultima spetta alla giurisdizione. Per il resto, vale a dire per i livelli di regolamentazione affidati alla loro competenza, gli interventi delle autorità di carattere interpretativo possono ritenersi non soggetti alla disciplina procedurale della regolazione in quanto non contribuiscano in realtà alla posizione di nuove regole, mentre – qualsiasi sia la forma od il *nomen* adoperato per i relativi atti – ogni innovazione apportata al sistema, anche se per sopperire lacune, non dovrebbe sfuggire, a pena di invalidità, alla peculiare forma di istruttoria prevista dalla legge n. 262/05.

In questo senso, corretta è la prassi di sottoporre a consultazione tutti quei documenti [22] che, seppur intesi a fornire "chiarimenti" di natura interpretativa ed applicativa su questioni o a-

---

[21] Non dubita che la potestà conformativa si esprima anche mediante precetti singolari e che, per quanto concerne la definizione dello statuto del singolo mercato, "nella realtà dell'ordinamento amministrativo le fonti di disciplina sono, oltre alla legge, anche regolamenti, norme tecniche, ed altri provvedimenti generali o *singolari*" (enfasi nostra), AMOROSINO, *Banca (dir. amm.)*, in *Enc. Dir.*, Agg. IV, Milano, 2000, p. 144.

[22] È il caso, ad esempio, della comunicazione Consob n. DME/8005271 del 21 gennaio 2008, contenente chiarimenti di natura applicativa in merito al Regolamento mercati adottato in attuazione della direttiva MiFID, preceduta da un documento di consultazione del 7 novembre 2007, e del suo successivo aggiornamento con comunicazione n. DME/9034169 del 16 aprile 2009, anch'essa preceduta da un documento di consultazione del 5 febbraio 2009.

dempimenti specifici, finiscono per far corpo con le disposizioni "interpretate", definendone ed integrandone il contenuto.

Tornando agli atti di regolazione in senso stretto, il fatto che le prescrizioni che essi contengono siano, per loro stessa funzione, destinate a trovare ripetuta ed indifferenziata applicazione nel tempo e, spesso, presentino un contenuto indiscutibilmente innovativo dell'ordinamento giuridico vigente, fa sì che il legislatore, in certi casi, si sia risolto a riconoscere espressamente loro valore di fonte secondaria di produzione del diritto, qualificando il relativo potere come regolamentare (essendo ormai superate le precedenti perplessità sulla possibilità di attribuzione di potestà normative ad autorità prive di rappresentatività democratica [23]).

In assenza di simili od altri indici formali di identificazione e qualificazione (quale, ad esempio, per i regolamenti governativi l'osservanza del procedimento previsto dalla legge n. 400/88) resta, però, sempre attuale il problema della disputabilità d'ogni tentativo di ancorare a criteri sostanziali la distinzione tra regolamenti ed atti amministrativi generali a contenuto non normativo: problema che torna ciclicamente all'attenzione della dottrina per la difficoltà di inquadramento delle figure di confine [24] e che

[23] C.d.S., Sez. Atti norm., 14 febbraio 2005, n. 11603 (parere sullo schema di decreto legislativo recante «Riassetto delle disposizioni vigenti in materia di assicurazioni. Codice delle assicurazioni»), § 6.2: "la tradizionale impostazione negativa, secondo la quale l'attribuzione di poteri normativi risulta configurabile solo a fronte di soggetti dotati di rappresentatività (Parlamento, Governo, Consigli regionali e comunali, etc.), appare ormai superata, nella sua assolutezza, dall'evoluzione dell'ordinamento a partire dagli anni novanta del secolo scorso. [...] L'attribuzione – una volta accertato il rispetto del principio di legalità – di un potere regolamentare a soggetti diversi dal Governo trova [...] la sua giustificazione, per le specifiche discipline di settore, nel criterio di una più razionale distribuzione dei ruoli e delle competenze, criterio analogo a quello che ha presieduto alla stessa ridefinizione dei rapporti tra Parlamento e Governo operata con la legge 400/88 (e in particolare con il suo articolo 17)".

Sulla questione, cfr., per tutti, POLITI, *Regolamenti delle amministrazioni indipendenti*, in *Enc. Giur.*, XXVI, Roma, 1991.

[24] Si vedano, a titolo di esempio, le oscillazioni nella classificazione di taluni atti negli scritti di SANDULLI, *Sugli atti amministrativi generali a contenuto non normativo* (in *Foro it.*, 1954, IV, 217 ss.) e ID., *Precisazioni in tema di atti "normativi" e atti "applicativi" della pubblica Amministra-*

le magistrature superiori, al di là dell'uso di clausole di stile, tendono essenzialmente a risolvere col richiamo al criterio sostanziale della innovatività, cioè alla presenza o meno nell'atto di quella capacità d'innovazione (a seconda delle concezioni, più o meno stabile) dell'ordinamento giuridico tradizionalmente ritenuta propria degli atti normativi [25].

Su questo aspetto, tuttavia, non mette conto soffermarsi, poiché la legge n. 262/05 nulla aggiunge ai termini del dibattito. Con approccio pragmatico, il legislatore del 2005 lo ha reso irrilevante al fine che gli interessava, vale a dire quello di sottoporre ad una peculiare disciplina procedimentale le scelte di vigilanza e regolazione delle autorità di settore, quale che, sul piano dogmatico-ricostruttivo, dovesse essere riconosciuta la natura dei relativi atti.

La considerazione unitaria riservata in questa occasione ai regolamenti ed agli atti amministrativi generali a contenuto non normativo, infatti, non è avvenuta in chiave puramente negativa, cioè al fine di sottrarre sia gli uni che gli altri ad alcune pregnanti regole dettate per i provvedimenti a carattere individuale (come, invece, nel caso dell'art. 3, comma 2, e dell'art. 13, comma 1, l. 241/90, in tema rispettivamente di obbligo di motivazione e di applicazione delle norme sulla partecipazione al procedimento), ma per farne comune oggetto, in positivo, come sottoinsiemi della

---

zione (in *Studi in onore di Biagio Petroncelli*, III, Milano, 1972, 1517 ss.), ora entrambi in *Scritti giuridici, I, Diritto costituzionale*, Napoli, 1990, (da cui in questa sede si citano) rispettivamente alle pp. 46 s. e 208 s.

[25] Ad es., Cass., SS.UU., 28 novembre 1994, n. 10124; sez. III, 5 luglio 1999, n. 6933; sez. III, 5 marzo 2007, n. 5062; C.d.S., sez. Atti normativi, 19 febbraio 2007, n. 584; sez. Atti normativi, 11 luglio 2005, n. 911.

In dottrina, SANDULLI, *Per l'individuazione degli atti di provenienza amministrativa a carattere normativo*, in *Studi in onore di G. Ambrosini*, Milano, 1970; ID., *Precisazioni*, cit.

categoria degli atti di regolazione, di una apposita e condivisa disciplina, al cui contenuto occorre, quindi, rivolgere ora l'attenzione.

4. Due sono i punti focali della disciplina introdotta con l'art. 23.

La prima consiste nella procedimentalizzazione dell'adozione degli atti regolamentari e generali delle autorità interessate, mediante la posizione di un obbligo di consultazione degli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori.

La seconda consiste nella introduzione, per tali atti, di un articolato obbligo di motivazione, il cui assolvimento richiede la predisposizione di un separato documento illustrativo.

Entrambi gli obblighi, ciascuno per parte sua e con modalità evidentemente diverse, sono finalizzati a che l'esercizio della funzione regolatoria delle quattro autorità di settore si svolga nell'osservanza di quel principio di proporzionalità che, per espressa indicazione di legge, deve costituire per l'azione regolatrice un criterio guida ineludibile (art. 23, co. 2: le Autorità "tengono conto in ogni caso del principio di proporzionalità").

Del fatto che l'azione delle pubbliche autorità debba rispettare un criterio di proporzione tra mezzi e fine non sembra, invero, se ne sia mai sostanzialmente dubitato. Il concetto stesso del potere amministrativo come esercizio di una funzione e l'approfondimento della figura dell'eccesso di potere come vizio funzionale dell'attività hanno fatto emergere nel tempo, seppur con formule descrittive diverse, l'esigenza dell'equilibrio e

dell'adeguatezza dello strumento rispetto all'obiettivo [26], consentendo di affermare che il principio di proporzionalità era già presente nel nostro ordinamento come manifestazione del principio di ragionevolezza [27].

Nel diritto comunitario, il principio di proporzionalità, ora sancito dall'art. 5 § 3 del Trattato CE, costituisce principio di carattere generale. Esso richiede che i mezzi impiegati per il conseguimento di uno scopo, da un lato, siano idonei al raggiungimento dello scopo medesimo, e, dall'altro, che non eccedano, nello stesso tempo, quanto necessario per raggiungerlo [28]: nel senso che, qualora più modi di intervento risultino parimenti efficaci per conseguire l'obiettivo, deve accordarsi preferenza a quello che, a parità di efficacia, imponga oneri minori o lasci maggiore libertà agli Stati membri ed alle persone.

In quanto principio generale dell'ordinamento comunitario, esso va annoverato tra quelli cui l'azione amministrativa deve conformarsi ai sensi dell'art. 1, comma 1, della l. 241/90.

Nel campo specifico della regolazione economica, in dottrina si era già evidenziato, prima della legge n. 262/05, come il principio di proporzionalità di derivazione comunitaria apparisse utilmente applicabile alla disciplina procedurale della funzione regolatoria quale strumento in grado di orientare efficacemente l'azione delle autorità di settore [29].

---

[26] Sul principio di proporzionalità nel diritto nazionale, si vedano A. SANDULLI, *Il principio di proporzionalità dell'azione amministrativa*, Padova, 1998; GALLETTA, *Principio di proporzionalità e sindacato giurisdizionale nel diritto amministrativo*, Milano, 1998.

[27] CERULLI IRELLI, *Osservazioni generali sulla legge di modifica della l. n. 241/90 - I parte*, in www.giustamm.it, 2005, n. 2.

[28] *Ex multis*, Corte Giust. CE, novembre 1995, causa C-426/93, Repubblica Federale Tedesca c/ Consiglio, punto 42.

[29] CHITI, *La disciplina procedurale della regolazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2004, p. 688 s.

La legge n. 262/05 ha voluto chiarire la nozione di proporzionalità, definendola come "criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari", in termini sostanzialmente, quanto necessariamente, coincidenti con quelli comunitari (idoneità della misura; non eccedenza della stessa) [30].

Tornando alla procedimentalizzazione della definizione del contenuto degli atti di regolamentazione, la legge positivizza quel ricorso ad una fase di pubblica consultazione che non era certo ignota alla prassi delle autorità di settore [31], ma il cui impiego viene ora generalizzato per legge [32].

La disposizione, in verità, si presenta scarna, giacché nulla dice su termini e modalità di svolgimento della consultazione, demandando alle medesime autorità interessate di disciplinare "l'applicazione dei principi" di cui all'art. 23 mediante propri regolamenti (peraltro, con un singolare cortocircuito logico, poiché tali regolamenti – la cui attinenza alla sfera organizzativa interna dell'autorità è certo da escludersi – sono anch'essi, come tali,

---

[30] Analoga definizione era già contenuta nell'art. 191, co. 2, d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (codice delle assicurazioni private).

La stessa formula adoperata nell'art. 23 della l. 262/05 è utilizzata ora nell'art. 6, comma 01 lett. b, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, inserito dall'art. 2 del d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di attuazione della dir. 2004/39/CE (MiFID).

[31] CHITI, *La disciplina procedurale*, cit., p. 694 s. Per una sintetica descrizione delle modalità seguite dalla Consob prima della legge 262/05, cfr. anche GALANTI, *Il sistema*, cit., p. 165 s.

[32] In precedenza, il ricorso a procedure di consultazione era già stato previsto per la Consob dall'art. 187-*quaterdecies* del d.lgs. 58/98 ("la Consob definisce entro dodici mesi dalla entrata in vigore della presente disposizione, con proprio regolamento, le modalità e i tempi delle procedure di consultive da attivare, mediante costituzione di un Comitato, con organismi rappresentativi dei consumatori e dei prestatori di servizi finanziari e degli altri soggetti vigilati, in occasione delle modifiche regolamentari in materia di abusi di mercato e in altre materie rientranti nelle proprie competenze istituzionali").

Sui problemi di coordinamento dell'art. 23 l. 262/05 con tale previsione, cfr. GALANTI, *Il sistema*, cit., p. 162 nt. 120.

Inoltre, per ciò che concerne l'Isvap, l'art. 191 del d.lgs. 209/05, nel disciplinare l'emanazione da parte dell'Istituto di regolamenti per l'attuazione delle norme contenute nel codice delle assicurazioni, stabilisce al comma 4 che "i regolamenti sono adottati nel rispetto di procedure di consultazione aperte e trasparenti che consentano la conoscibilità della normativa in preparazione e dei commenti ricevuti anche mediante pubblicazione sul sito Internet dell'Istituto [...]".

soggetti a quella stessa procedura di consultazione che debbono disciplinare).

Tali regolamenti, peraltro, non risultano ancora emanati [33].

Dal secondo comma dell'art. 23 emergono, tuttavia, taluni frammenti caratterizzanti della disciplina.

In primo luogo, quanto ai soggetti che debbono essere consultati, poiché la legge richiede espressamente che siano consultati "gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori". Si tratta delle categorie di soggetti i cui interessi sono direttamente od indirettamente coinvolti dall'adozione dei provvedimenti a carattere generale delle autorità di settore, ora perché ne sono i soggetti destinatari (è questo il caso tipico dei soggetti vigilati e dei prestatori di servizi finanziari), ora perché ogni intervento sul mercato ed i suoi operatori non è mai indifferente per la clientela degli investitori e dei risparmiatori in genere. In questo contesto, dove per espressa indicazione di legge la procedura di consultazione è intesa a guidare l'amministrazione nel difficile compito di conseguire il suo obiettivo sacrificando al meno gli interessi dei destinatari dell'intervento, potrebbe opinarsi che il termine "consumatori" vada inteso, non già nel senso generico di utente di beni e servizi di rilevanza economica o nella lata accezione fatta propria dalla legislazione sul consumo di derivazione comunitaria [34], quanto piuttosto in quella precipua di clienti delle specifiche categorie di

[33] Schemi di regolamenti attuativi dell'art. 23 l. 262/05 sono stati sottoposti a pubblica consultazione, rispettivamente, dalla Consob con un documento di consultazione del 24 aprile 2007, dall'Isvap con il documento di consultazione n. 28/2008 e dalla Banca d'Italia con un documento di consultazione diffuso il 23 ottobre 2009, reperibili sui corrispondenti siti internet delle tre autorità.

[34] Cfr. art. 3, lett. a), del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (codice del consumo), che definisce il consumatore come "la persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta".

imprese e di operatori economici su cui si esercita la potestà delle più volte nominate autorità di settore (banche, assicurazioni, imprese di investimento ecc.).

La consultazione è riferita dalla norma agli "organismi rappresentativi" dei soggetti predetti, senza null'altro aggiungere. I criteri di identificazione del requisito della rappresentatività restano, quindi, nella sostanziale (ancorché non illimitata ed insindacabile) disponibilità delle autorità medesime [35], chiamate, come si è detto, dal comma 4 a disciplinare "con propri regolamenti l'applicazione dei principi di cui al presente articolo". Disciplinare l'applicazione di questi principi non può, naturalmente, significare disporre della loro applicazione, essendo dato derogarvi soltanto nei casi di necessità e di urgenza, ovvero di riservatezza, preventivamente indicati (art. 23, co. 4 ult. parte); e dunque la mancata attuazione del comma 4, per ciò che riguarda l'aspetto ora in esame, può al più portare ad interrogarsi sulla misura ed il grado di rappresentatività necessari, nel silenzio delle fonti, per legittimarsi a partecipare al procedimento.

Nella prassi, tuttavia, è dato osservare che le autorità interessate ammettono alla consultazione non soltanto organismi ed associazioni, ma altresì singoli operatori e persino professionisti ed esperti del settore (studi legali, professori universitari), le cui osservazioni, considerazioni e riflessioni sono anch'esse fatte oggetto di attenzione. Prassi *praeter legem*, poiché la norma è formulata in senso restrittivo nel solo interesse dell'amministrazione

[35] Nel silenzio della legge, attesa anche la devoluzione alle autorità di settore del compito di disciplinare l'applicazione dei principi dettati dall'art. 23, non sembrerebbe possibile estendere senz'altro i criteri di rappresentatività (parametrati, peraltro, su una più ampia e generale platea di consumatori) dettati dall'art. 137 del d.lgs. 206/05. Da quest'ultima disposizione ritiene possibile trarre un "ausilio" GALANTI, *Il sistema*, cit., p. 165.

a non vedere gravato il procedimento da un numero eccessivo di interventi, interesse al quale, dunque, essa può rinunciare per favorire la più ampia e completa istruttoria, nella misura in cui ciò non rallenti od ostacoli il provvedere (ma la specificità ed il tecnicismo delle materie valgono da soli a limitare il numero degli interventi). L'autovincolo della amministrazione che, nello specifico procedimento, ammetta largamente alla procedura di consultazione non è, naturalmente, reversibile: nel senso che, una volta ammesse osservazioni e note di singoli soggetti, l'autorità è tenuta poi a valutarle, insieme a quelle degli enti esponenziali di categoria.

Desumibile dalla legge è anche l'oggetto della consultazione.

Poiché essa è prevista al fine di consentire la corretta osservanza del principio di proporzionalità "nella definizione del contenuto degli atti di regolazione generale" e perché le parti private possano effettivamente rappresentare i propri interessi, incisi dal contenuto di tali atti, e argomentare la propria opinione con piena cognizione di causa, è necessario che la consultazione sia attivata sottoponendo ai possibili interessati il contenuto in quanto tale degli atti emanandi e, dunque, non meri indirizzi o linee di azione, ma un vero e proprio progetto di articolato. Nulla vieta, naturalmente, di procedere per gradi, attraverso più livelli di indagini conoscitive, di esplorazioni, di confronti (audizioni, questionari ecc.), che anzi si rivelano molto utili e spesso indispensabili per una istruttoria esaustiva, ma la consultazione finale, che deve procedere l'adozione del provvedimento, non può che svolgersi

su una stesura del documento destinata tendenzialmente a divenire definitiva all'esito della consultazione stessa [36].

Per quanto attiene alle modalità di svolgimento della procedura di consultazione, essa, in difetto dei regolamenti di cui al comma 4, viene svolta con termini e modi fissati di volta in volta dall'autorità. Il che, invero, non sembra sollevare soverchi problemi, nella misura in cui ciò non arrechi alcun *vulnus* all'essenza propria di tale procedura: vale a dire, finché gli interessati siano resi edotti del suo avvio, sia garantita loro una agevole conoscibilità del testo posto in consultazione e sia loro concesso un lasso di tempo ragionevole ed adeguato per esaminarlo e per predisporre eventuali osservazioni.

La legge non richiede che l'esito delle consultazioni sia formalizzato in un apposito documento, ma è chiaro che nel motivare i provvedimenti con riferimento alle scelte compiute di regolazione e di vigilanza (art. 23 comma 1) e nella redazione della correlata relazione illustrativa (art. 23 comma 2) le autorità non potrebbero legittimamente prescindere da un confronto con l'apporto dei soggetti consultati: sicché non importa tanto dove l'autorità emanante prenda posizione sulle questioni sollevate in sede di consultazione, quanto piuttosto che essa abbia cura di valutare le osservazioni presentate, motivando di conseguenza le conclusioni raggiunte con la determinazione finale.

Ricorrente è l'affermazione che l'introduzione di una fase di pubblica consultazione starebbe a colmare, per altra via, quel

---

[36] Diversa sembra l'opinione di CHITI, *La disciplina procedurale*, cit., p. 695.
L'art. 191, co. 4, del d.lgs. 209/05 prescrive espressamente che all'avvio delle consultazioni sia reso noto lo schema del provvedimento.

deficit democratico che sarebbe proprio delle autorità indipendenti.

Si afferma, infatti, che non essendo le autorità indipendenti soggette a responsabilità politica, non avendo collegamento, seppur mediato, col corpo elettorale, e svolgendo nondimeno un'attività di regolamentazione attraverso la posizione di norme giuridiche, il loro esser fuori dal circuito democratico [37] necessiterebbe di una compensazione, che si attuerebbe appunto sul piano procedimentale attraverso la più ampia apertura del procedimento di formazione dei loro atti a contenuto regolamentare e generale all'apporto dei privati interessati [38].

---

[37] Sulla collocazione delle autorità indipendenti al di fuori del circuito democratico della rappresentanza politico-elettorale che caratterizza l'amministrazione tradizionale, cfr. MERUSI - PASSARO, *Autorità indipendenti*, in *Enc. Diritto*, Agg. VI, Milano, 2002, § 16.

[38] Cfr., da ultimo, RAMAJOLI, *Procedimento regolatorio e partecipazione* (relazione al Convegno su "La Regolazione dei servizi di interesse economico generale", Firenze, 6.11.09), § 3, pubblicata su *www.giustamm.it*.

La tesi trova eco anche in giurisprudenza: cfr. C.d.S., sez. VI, 27 dicembre 2006, n. 7972; 20 aprile 2006, n. 2201; 11 aprile 2006, n. 2007; della identica motivazione di tali decisioni sul punto giova riportare un ampio estratto, avvertendo che la controversia vedeva come parte l'Autorità per l'energia elettrica e il gas, la quale non rientra tra le quattro autorità destinatarie dell'art. 23 l. 252/05 e che aveva autonomamente previsto, con proprie delibere, un meccanismo di consultazione che consentiva ai privati ampia facoltà di intervento (per qualche cenno, cfr. CHITI, *La disciplina procedurale*, cit., p. 694 nt. 34): "Ai procedimenti regolatori condotti dalle Autorità indipendenti non si applicano [...] le generali regole dell'azione amministrativa che escludono dall'obbligo di motivazione e dall'ambito di applicazione delle norme sulla partecipazione l'attività della pubblica amministrazione diretta alla emanazione di atti normativi ed amministrativi generali (art. 3 e 13 l. n. 241/90). L'esercizio di poteri regolatori da parte di Autorità, poste al di fuori della tradizionale tripartizione dei poteri e al di fuori del circuito di responsabilità delineato dall'art. 95 della Costituzione, è giustificato anche in base all'esistenza di un procedimento partecipativo, inteso come strumento della partecipazione dei soggetti interessati sostitutivo della dialettica propria delle strutture rappresentative. In assenza di responsabilità e di soggezione nei confronti del Governo, l'indipendenza e neutralità delle Autorità può trovare un fondamento dal basso, a condizione che siano assicurative le garanzie del giusto procedimento e che il controllo avvenga poi in sede giurisdizionale. Del resto, non è pensabile che l'attività di *regulation* venga svolta senza la necessaria partecipazione al procedimento dei soggetti interessati: nei settori regolati dalle Autorità, in assenza di un sistema completo e preciso di regole di comportamento con obblighi e divieti fissati dal legislatore, la caduta del valore della legalità sostanziale deve essere compensata, almeno in parte, con un rafforzamento della legalità procedurale, sotto forma di garanzie del contraddittorio (la dottrina ha sottolineato che si instaura una correlazione inversa tra legalità sostanziale e legalità procedurale: quanto meno è garantita la prima, per effetto dell'attribuzione alle Autorità indipendenti di poteri normativi e amministrativi non compiutamente definiti, tanto maggiore è l'esigenza di potenziare le forme di coinvolgimento di tutti i soggetti interessanti nel procedimento finalizzato all'assunzione di decisioni che hanno un impatto così rilevante sull'assetto del mercato e sugli operatori)".

Tuttavia, ravvisando nella partecipazione procedimentale delle categorie di soggetti direttamente ed immediatamente interessati un succedaneo della legittimazione democratica dell'autorità emanante si finisce per confondere col corpo elettorale un numero comunque ristretto di soggetti, che per ampia e significativa parte non sono neppure persone fisiche (soggetti vigilati, prestatori di servizi finanziari) e che in ogni caso, in base ora alla l. 262/05, dovrebbero essere chiamati ad interloquire indirettamente, con la mediazione di privati organismi rappresentativi di categoria, non trovando diritto di accesso, viceversa, la rappresentazione di meri interessi diffusi.

È aliunde, perciò, che occorre guardare per ricercare un collegamento col principio di rappresentatività e di responsabilità politica del potere di regolamentazione delle autorità di settore; e, segnatamente, da un lato, nelle norme che ne affidano ai vertici dello Stato la nomina degli organi e ne disciplinano la durata degli incarichi (esemplificativo è il caso della nuova disciplina contenuta nell'art. 19, commi 6 e 7, l. 262/05 sulla nomina dei membri del direttorio della Banca d'Italia e dell'occasione cui essa è storicamente legata) e, dall'altro, nelle norme che, quale significativo complemento, richiedono che le autorità in questione relazionino annualmente al governo ed al parlamento sull'attività da esse svolta (art. 19, co. 4, l. 252/05; art. 1, co. 8, d.l. 8 aprile 1974, n. 95, nel testo convertito in legge con l. 7 giugno 1974, n. 216; art. 4, co. 3, l. 12 agosto 1982, n. 576; fa eccezione la Covip, che, nominata dal consiglio dei ministri, è direttamente soggetta alla vigilanza ed alle direttive generali del ministero del lavoro e delle politiche sociali, il cui titolare il presidente della Covip

"tiene informato ... sugli atti e sugli eventi di maggior rilievo e ... trasmette le notizie e i dati di volta in volta richiesti": art. 18, commi 1 e 4, d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252).

La fase di consultazione non è altro che una fase del momento istruttorio, in cui enti esponenziali di interessi collettivi – quali appunto sono gli "organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori" – hanno facoltà di intervenire in senso critico e collaborativo nel procedimento regolatorio, da cui, altrimenti, resterebbero esclusi. Come è noto, infatti, il testo definitivo della legge generale sul procedimento amministrativo ha espunto le istanze di istruttoria pubblica [39] e ha limitato le possibilità di partecipazione al procedimento nel senso di sottrarre all'applicazione dell'art. 7 l. 241/90 lo svolgimento dell'attività amministrativa diretta all'emanazione di atti normativi, amministrativi generali, di pianificazione e di programmazione nonché i procedimenti tributari, per i quali resta ferma la normativa che li riguarda (art. 13 l. 241/90) [40]. La norma in esame opera appunto in quest'ultimo senso, recuperando sotto nuove forme, nello specifico settore dei procedimenti a contenuto regolatorio delle autorità predette, la partecipazione dei portatori di interessi collettivi.

Oltre un trentennio addietro, osservando la prassi amministrativa, si era già rilevato come la stessa amministrazione si ren-

---

[39] V., ad es., SERRA, *Contributo ad uno studio sulla istruttoria del procedimento amministrativo*, Milano, 1991, p. 340 s., note 20 e 21, sul contenuto dello schema predisposto dalla commissione Nigro.

[40] CERULLI IRELLI, *Corso di diritto amministrativo*, Torino, 2002, p. 428, rammenta come in sede di parere il Consiglio di Stato avesse ravvisato in questa disciplina limitatrice la ratio di "sottrarre, per ragioni pratiche, atti di vasta portata e di applicazione generalizzata, alla troppo penetrante ingerenza di una molteplicità di interessati, al di là della garanzia predisposta dalle singole leggi di settore".

desse conto che essa "è messa in condizione di amministrare meglio se riceve i punti di vista dei portatori di interessi collettivi, in quanto questi sono in grado di darle rappresentazioni più ragionate intorno ai problemi sui quali è chiamata a decidere, migliori cioè di quelle che essa riuscirebbe a raggiungere attraverso i propri uffici operativi, i propri archivi e i propri strumenti di deposito di conoscenze", notando, altresì, che "i provvedimenti amministrativi generali in ispecie si formano, sempre che non intervengano contrarie determinanti politiche, attraverso consultazioni di portatori di interessi collettivi" [41].

La procedura di consultazione, che in quanto necessariamente aperta alla partecipazione di tutti gli organismi muniti di effettiva rappresentatività può definirsi "pubblica", persegue appunto lo scopo di consentire alle parti private un'adeguata rappresentazione dei propri interessi, mediante un apporto destinato al contempo ad accrescere la qualità della regolamentazione nella misura in cui contribuisce a ridurre le asimmetrie informative tra soggetti regolati e autorità regolatrice [42].

Nonostante gli ampi poteri di cui sono dotate, il patrimonio di conoscenze delle autorità di settore e gli strumenti di cui dispongono, ivi comprese le risorse umane, sono comunque limitate; l'acquisizione delle informazioni necessarie per l'adozione di scelte di regolamentazione destinate ad incidere su realtà economiche complesse necessita del confronto con gli interessati, le cui

---

[41] GIANNINI, *La tutela degli interessi collettivi nei procedimenti amministrativi*, in *Le azioni a tutela di interessi collettivi*, Atti del convegno di studio (Pavia 11-12 giugno 1974), Padova, 1976, rispettivamente p. 33 e p. 35.

[42] Sulla natura collaborativa della partecipazione al procedimento di adozione di atti generali, MERUSI - PASSARO, *Autorità indipendenti*, cit.

Sulla esistenza tra soggetti regolati ed autorità regolatrice di un divario di informazioni e di conoscenze a sfavore di quest'ultima, cfr., per tutti, CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilanci e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, p. 168 s.

conoscenze (sulla struttura e sulle tendenze del mercato, sulle innovazioni tecnologiche ecc.) sono spesso più ampie ed approfondite di quelle del regolatore e supportate da specifiche competenze settoriali di cui l'autorità (almeno a livello delle singole unità organizzative interessate) potrebbe anche non disporre: il che accresce il rischio che quest'ultima possa essere influenzata nella sua azione dalle imprese più forti, che, come nel caso delle grandi istituzioni finanziarie, sono in grado di supportare le loro tesi attraverso complesse analisi economiche, articolati pareri legali ecc. (c.d. cattura del regolatore da parte degli interessi regolati) [43].

La pubblica consultazione, aprendo il procedimento di regolazione all'apporto di tutte le categorie di interessati, arricchisce invece l'istruttoria con rappresentazioni diverse del fenomeno da regolare e differenti punti di vista sulle soluzioni da adottare. I funzionari dell'amministrazione, in tal modo, vengono ad acquisire un più ampio quadro di dati, elementi, informazioni, tesi così che, quanto più ampia e puntuale è la partecipazione, tanto più remoto è il pericolo del condizionamento del regolatore da parte del regolato e, al contempo, migliore la qualità della regolamentazione, in quanto frutto di maggiore cognizione di causa [44].

L'adozione di un documento conclusivo sull'esito della consultazione o, comunque, l'esternazione delle ragioni che han-

---

[43] Sulla teoria economica della cattura del regolatore (*i.e.*, del condizionamento dei regolatori da parte delle aziende regolate), cfr., per tutti, LA SPINA - MAIONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000, p. 37, p. 122 ss. Sul tema, nella letteratura giuridica sull'argomento *de quo*, CLARICH, *I procedimenti di regolazione*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, Quaderni del Consiglio di Stato, Torino, 1999, p. 12 s.

[44] Cfr. CHITI, *La disciplina procedurale*, cit., che a p. 685 s. sostiene la necessità di istituti partecipativi volti a garantire la neutralità del regolatore ed a p. 700 osserva che i meccanismi di consultazione possano anche essere considerati come un tentativo di stabilizzazione delle possibili interazioni tra regolatori e regolati.

no indotto l'autorità a condividere o a disattendere le singole osservazioni, come si è detto, suggella il (sub)procedimento assicurando la necessaria trasparenza, anche ai fini di un controllo diffuso sull'operato dell'autorità (in tal senso realizzandosi quel fenomeno di legittimazione procedimentale delle autorità regolatrici che consiste in una "procedimentalizzazione trasparente" volta a garantire la corrispondenza alle regole delle decisioni adottate e, più in particolare, che le soluzioni in chiave non politica di conflitti tra interessi non protetti – nel che è la ragion d'essere dell'indipendenza delle autorità – non si trasformi in una mediazione politica di interessi [45]).

Sotto altro profilo, la previsione contenuta nell'art. 23, comma 2, secondo cui l'atto finale di regolazione deve essere accompagnato da una relazione che "*ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori* " ha indotto a sostenere che la legge n. 262/05 intenderebbe in tal modo richiedere un'analisi di impatto della regolamentazione, "sia pure mirata agli specifici interessi indicati dalla legge" [46].

La norma, tuttavia, nulla dispone al riguardo e concerne piuttosto l'aspetto motivazionale della decisione assunta, né depone in senso contrario la previsione della fase di pubblica consultazione degli interessati, che è strumento diverso, sebbene collegato, rispetto all'analisi di impatto della regolamentazione.

---

[45] Così AMATO, *Conclusioni*, in *Il procedimento davanti alle Autorità indipendenti*, cit., p. 99 ss., 101.

[46] MATTARELLA, in AA.VV., *La tutela del risparmio*, a cura di NIGRO e SANTORO, Torino, 2007, pp. 443-4.

Quest'ultima consiste, infatti, nel confronto tra i vantaggi e gli svantaggi delle diverse opzioni di cui il regolatore dispone, al fine di valutare preventivamente quali saranno le conseguenze sul sistema economico e sociale della introduzione delle nuove misure, operando come strumento di ricerca di una decisione razionale. Essa non consente il raggiungimento di decisioni perfettamente razionali, fondate su basi scientifiche, non essendo data la costruzione di un modello attendibile e condiviso di misurazione degli effetti degli interventi regolatori [47] – attesa tra l'altro la problematicità, e talora l'impossibilità, di una stima ragionevole di tutti i costi ed i benefici, soprattutto non monetari [48] – ma costituisce "più pragmaticamente un sistema per acquisire maggiori elementi conoscitivi (*ex ante* e soprattutto *ex post*) sulle ricadute delle singole scelte politiche ed amministrative" [49]. La stessa formula di "analisi di impatto della regolamentazione" individua non già una metodologia unitaria di analisi, bensì un'area in cui si collocano tecniche valutative differenti, aventi un diverso grado di completezza e precisione [50], di cui l'analisi costi/benefici è solo una di quelle disponibili.

Per gli atti normativi del governo, i provvedimenti interministeriali ed i disegni di legge di iniziativa governativa il ricorso a procedure di analisi di impatto della regolamentazione, quale strumento di valutazione preventiva degli effetti di ipotesi di in-

---

[47] PERNA, *Alla ricerca della* regulation *economicamente perfetta*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2003, pp. 60 ss., 66 ss., 72 ss.; ARCURI - VAN DEN BERGH, *Metodologie di valutazione dell'impatto della regolamentazione: il ruolo dell'analisi costi-benefici*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2001, p. 248, con riferimento specifico all'analisi costi/benefici.

[48] PERNA, *Alla ricerca*, cit., pp. 69 s., 77 ss.; ARCURI - VAN DEN BERGH, *Metodologie di valutazione*, cit., p. 237 ss.

[49] PERNA, *Alla ricerca*, cit., p. 64; SICLARI, *L'analisi di impatto della regolamentazione (Air) nel diritto pubblico: premesse introduttive*, in *Foro it.*, 2002, V, c. 46.

[50] PERNA, *Alla ricerca*, cit., p. 69 s.

tervento normativo mediante comparazione di opzioni alternative in funzione di supporto alle decisioni dell'organo politico di vertice, è previsto e disciplinato dall'art. 14 della l. 28 novembre 2005, n. 246, e dal regolamento attuativo emanato con DPCM 11 settembre 2008, n. 170 (in G.U. 3 novembre 2008, n. 257).

In tale procedimento la consultazione delle principali categorie di soggetti pubblici e privati diretti ed indiretti destinatari della proposta di regolamentazione è individuata come una delle fasi della istruttoria che precede la redazione della relazione di A.I.R. (art. 5 DPCM cit.), la quale presuppone lo svolgimento di altre pregnanti attività conoscitive e di valutazione (cfr. art. 6, co. 2, DPCM cit.).

Nel campo che qui interessa, il ricorso a metodi di analisi dell'impatto della regolamentazione era stato, peraltro, già previsto dall'art. 12 della l. 29 luglio 2003, n. 229, secondo cui tutte le autorità amministrative indipendenti munite di funzioni di controllo, di vigilanza o regolatorie debbono dotarsi "*nei modi previsti dai rispettivi ordinamenti, di forme o metodi di analisi dell'impatto della regolamentazione per l'emanazione di atti di competenza e, in particolare, di atti amministrativi generali, di programmazione o pianificazione e, comunque, di regolazione*".

A sua volta, il già menzionato art. 191, co. 4, del d.lgs. 209/05, dopo aver stabilito che i regolamenti dell'Isvap "*sono adottati nel rispetto di procedure di consultazione aperte e trasparenti che consentano la conoscibilità della normativa in preparazione e dei commenti ricevuti anche mediante pubblicazione sul sito Internet dell'Istituto*", stabilisce inoltre al periodo successivo che "*all'avvio della consultazione l'ISVAP rende noto lo*

schema del provvedimento ed i risultati dell'analisi relativa all'impatto della regolamentazione, che effettua nel rispetto dei principi enunciati all'articolo 12 della legge 29 luglio 2003, n. 229 "; in tal modo, la norma non solo distingue nettamente la procedura di consultazione dall'analisi di impatto della regolamentazione, ma pospone la prima alla seconda, richiedendo che la pubblica consultazione abbia ad oggetto uno schema di provvedimento già corredato dei risultati dell'A.I.R., che dunque, all'avvio della fase consultiva, deve essere ormai già terminata.

Tornando all'art. 23 l. 262/05, la fase di pubblica consultazione, già funzionale per legge (co. 2) alla applicazione del principio di proporzionalità, lo è anche ai fini della valutazione d'impatto della regolamentazione [51] – richiesta, come si è detto, non dalla legge sulla tutela del risparmio ma, in termini peraltro programmatici, dall'art. 12 l. 229/03 cit. – poiché il dialogo con gli operatori ed i soggetti coinvolti facilita l'identificazione delle potenziali conseguenze indesiderate della proposta [52].

5. L'altra rilevante innovazione introdotta con l'art. 23 attiene all'obbligo di motivazione degli atti regolamentari e generali di Banca d'Italia, Consob, Isvap e Covip.

Questi, infatti, come già più volte ricordato, "devono essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono" (co. 1) e debbono essere accompagnati "da una relazione che ne illustra le conse-

[51] CAPOLINO, *Le autorità*, in AA.VV., *Diritto delle banche*, cit., p. 213.
[52] In questi termini, CANNATA - QUAGLIARIELLO, *Analisi d'impatto della regolamentazione bancaria: metodologie e applicazioni*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2007, p. 173.

guenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori".

Come è noto, l'art. 3, co. 2, della l. 241/90 esclude l'obbligo di motivazione per gli atti normativi e per quelli a contenuto generale [53] e tale esenzione, prevista nello stesso articolo che tale obbligo ha per la prima volta previsto in termini generali, non trova ragioni per non riguardare anche le autorità amministrative indipendenti [54].

Le ragioni dell'esclusione dell'obbligo di motivazione degli atti normativi sogliono essere rinvenute nella loro inidoneità a ledere direttamente situazioni giuridiche soggettive e nel loro distacco dalla fonte da cui promanano, non potendo l'intenzione del loro autore condizionare l'interpretazione di atti che vivono, ormai, di vita propria [55]; laddove la difficoltà di mutuare simili od analoghe ragioni anche per gli atti a contenuto generale ha fatto dubitare, sin dai lavori parlamentari sulla l. 241/90, della correttezza e dell'opportunità di estendere l'esclusione anche a questi ultimi [56].

La motivazione cui ha riguardo l'art. 23 della l. 262/05 è costruita diversamente da quella prescritta dall'art. 3 della l. 241/90.

Quest'ultima, infatti, richiede all'amministrazione di indicare nell'atto i presupposti di fatto e le ragioni di diritto che hanno determinato la decisione, vale a dire, da un lato, di esporre le circostanze e gli elementi che definiscono la fattispecie concreta

---

[53] Sulla genesi della norma, SCARCIGLIA, *La motivazione dell'atto amministrativo*, Milano, 1999, p. 198 ss., in part. p. 200 s.
[54] In senso contrario, però, la giurisprudenza che si è citata alla nota 38.
[55] SCARCIGLIA, *La motivazione*, cit., p. 230 s.
[56] Si veda ancora, in proposito, SCARCIGLIA, *La motivazione*, cit., pp. 200 s., 234 s., 240.

(dati di fatto che l'amministrazione trae dall'esterno come risultanze dell'istruttoria procedimentale e che costituiscono, dunque, oggetto di una mera dichiarazione di scienza, conseguente ad un giudizio di esistenza: c.d. giustificazione [57]), dall'altro di esporre le ragioni – parimenti oggettive, in quanto giuridiche – che l'ordinamento richiede o consente di porre a fondamento della decisione amministrativa (indicazione dei motivi, che consegue a giudizi ponderativi, di opportunità o di altro contenuto: c.d. motivazione in senso stretto [58]), le quali sono vagliabili alla luce delle norme che le definiscono [59].

La formula dell'art. 3, co. 1, della l. 241/90 è ripresa dall'art. 24, co. 2, della l. 262/05 per la motivazione dei provvedimenti individuali delle autorità. Quanto alla diversa formula adoperata, invece, nell'art. 23, co. 1, per gli atti regolamentari e generali, esporre i motivi dell'atto con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza che esso esprime significa innanzitutto esplicitare i principi e gli obiettivi posti a base della regolazione adottata [60], ma anche – posto che l'esercizio della potestà regola-

---

[57] GIANNINI, *Motivazione dell'atto amministrativo*, in *Enc. dir.*, XXVII, Milano, 1977, p. 258 s.

[58] GIANNINI, *Motivazione*, cit., p. 259.

[59] CORSO, *Motivazione dell'atto amministrativo*, in *Enc. dir.*, Agg. V, Milano, 2000, p. 776, secondo cui la definizione data dall'art. 3 l. 241/90 sembrerebbe la trascrizione giuridica dello schema del sillogismo pratico aristotelico.

[60] Nella relazione al testo unificato delle commissioni permanenti VI (finanze) e X (attività produttive, commercio e turismo) presentata il 18 febbraio 2005 alla presidenza della Camera dei deputati si afferma che "la natura della motivazione è [...] in questo caso sostanzialmente diversa da quella richiesta per i provvedimenti amministrativi – in conformità con quanto previsto dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, il cui articolo 3, comma 2, esplicitamente eccettua gli atti normativi e quelli a contenuto generale – e si configura invece come dichiarazione dei principi e degli obiettivi che l'autorità di vigilanza pone a base della regolazione adottata per il settore o la materia sulla quale esercita il potere normativo, in relazione agli interessi pubblici che vengono in rilievo"; quanto alla relazione che deve accompagnare gli atti aventi natura regolamentare o di contenuto generale, vi si afferma che questa "ha il fine di esplicitare, sulla base dell'istruttoria compiuta, gli effetti attesi dall'applicazione delle disposizioni introdotte. Tale analisi non costituisce *ex se* presupposto di legittimità dell'atto normativo, per il quale è tuttavia prescritto all'autorità regolatrice di tener conto del principio di proporzionalità ...".

Il predetto testo unificato, per quanto concerne la norma in questione, è rimasto integralmente invariato nel corso delle diverse letture parlamentari, salvo che per la numerazione (da art. 21 ad

toria trova pur sempre fondamento e limite nella normazione primaria – individuare le norme che legittimano l'intervento e ne definiscono i fini (quelle che, con terminologia comunitaria, si definirebbero la "base giuridica" dell'atto) [61], spiegando perché, su tale base, si sia ritenuto necessario od opportuno assumere proprio quella scelta, anziché una diversa scelta o nessuna scelta.

A sua volta, la necessità di illustrare, seppur con separato documento, le conseguenze previste dell'emanando atto di regolazione (art. 23, co. 2) non può prescindere, evidentemente, da una descrizione del contesto giuridico futtuale in cui la nuova misura regolatoria è destinata ad inserirsi ed operare, vale a dire da una illustrazione delle circostanze incise dalla scelta di regolazione o di vigilanza e che di quella scelta costituiscono dunque, per adoperare la terminologia dell'art. 3 l. 241/90, i "presupposti di fatto".

In questi termini, i commi 1 e 2 dell'art. 23 descrivono, dunque, una motivazione in senso largo [62], comprensiva tanto della motivazione in senso stretto che delle cc.dd. giustificazioni di fatto, seppur ripartite in distinti documenti, che nulla però vieta di riunire [63] (operando, allora, nel provvedimento un necessario rinvio *per relationem* alla relazione di accompagnamento).

---

art. 23) e l'inserimento, come si è in precedenza detto, del periodo finale del comma 2, aggiunto nella votazione del 2 marzo 2005 dell'assemblea della Camera.

La relazione delle commissioni permanenti VI e X, pubblicata negli Atti parlamentari della XIV Legislatura, è agevolmente reperibile sul sito internet della Camera dei deputati, nella scheda dei lavori preparatori del p.d.l. 2436; lo stralcio della relazione concernente l'articolo che qui interessa è altresì pubblicato in AA.VV., *La tutela del risparmio*, a cura di NIGRO e SANTORO, Torino, 2007, cit., p. 434 ss.

[61] Osserva che anche lo stabilire quale sia la norma applicabile può risultare talora arduo, CORSO, *Motivazione*, cit., p. 777.

[62] Nel senso chiarito da GIANNINI, *Motivazione*, cit., p. 258.

[63] Il progetto di regolamento esposto dalla Consob nel documento di consultazione del 24 aprile 2007 cit. prevedeva appunto, all'art. 2, che la motivazione fosse riportata all'interno della relazione illustrativa di cui all'art. 23, co. 2, l. 262/05.

È, altresì, interessante notare come lo schema di regolamento predisposto dall'Isvap [64] abbia previsto che "nel caso in cui l'adozione degli atti di regolazione derivi dall'obbligo di dare attuazione a disposizioni comunitarie o della legislazione nazionale, l'ISVAP, nel rispetto dei principi di cui al comma 1, può motivare le scelte di regolazione facendo riferimento all'attività svolta in sede comunitaria o di legislazione nazionale".

Quanto alla funzione assolta dalla motivazione degli atti regolamentari e generali delle quattro autorità in questione, anche in questo caso la legge n. 262/05 non sembra aggiungere nulla di particolarmente significativo al dibattito sulla motivazione; restando, peraltro, l'impressione, per l'occasione storica che ha visto l'approvazione della legge n. 262/05, che in questo caso l'obbligo motivazionale sia stato introdotto innanzitutto come uno strumento di controllo sull'esercizio del potere [65].

Francesco Guarracino
Magistrato Amministrativo

[64] Cfr. documento di consultazione n. 28/2008 cit.

[65] Secondo la nota tesi di ROMANO TASSONE, *Motivazione dei provvedimenti amministrativi e sindacato di legittimità*, Milano, 1987, pp. 52 ss., 70 ss., 98 ss.; ID., *Motivazione nel diritto amministrativo*, in *Dig. disc. pubbl.*, XIII, Appendice, Torino, 1997, p. 685; su cui, in senso problematico, SCARCIGLIA, *La motivazione*, cit., p. 43 ss., nonché CORSO, *Motivazione*, cit., p. 785 s., il quale osserva che "in un ordinamento democratico gli organi che beneficiano di investitura popolare non hanno tendenzialmente bisogno di motivare i propri atti, mentre tale bisogno hanno gli organi (giurisdizionali e amministrativi) che di tale investitura non godono".

TOWARDS A NEW REGULATORY AND SUPERVISORY FRAMEWORK OF THE FINANCIAL SECTOR IN EUROPE: ROLE AND CONTENTS OF THE AIFMD,

with specific reference to Non-Listed Real Estate Funds*

ABSTRACT: *La crisi, finanziaria prima e reale poi, del 2007-2010 ha posto in evidenza non solo gravi errori di politica economica, ma soprattutto la fragilità e l'instabilità del sistema finanziario globale. L'ottimistico presupposto che i mercati e gli operatori, in virtù della propria efficienza e razionalità, fossero sempre in grado di autoregolarsi ed auto-correggersi ha rappresento uno dei principali fallimenti sottostanti la crisi e ha indotto l'esigenza di ripensare le regole del sistema. Il rischio, tuttavia, è che si cada nella pericolosa tentazione di produrre più regole, frammentando il quadro di riferimento e limitando la capacità innovativa, senza peraltro garantire una maggiore stabilità. Non occorrono più regole, ma migliori regole che siano convergenti e coerenti a livello internazionale e che si accompagnino ad una più efficace supervisione macro e micro prudenziale. La Proposta AIFMD della Commissione dell'Unione Europea, che sarà discussa in Parlamento nei prossimi mesi, va in questa direzione. La finalità generale è quella di fornire un quadro di regole armonizzate per i gestori e le entità responsabili della gestione e dell'amministrazione di fondi di investimento alternativi: si integrano sia le preesistenti Direttive MiFID e UCITS, garantendo la più ampia copertura degli operatori che possono originare un rischio sistemico, sia le proposte di revisione del sistema di vigilanza originariamente elaborate dal Gruppo de Larosière.*

SUMMARY: 1. Introduction and Summary. - 2. Toward a new Framework of Financial Surveillance in Europe. - 3. Lessons of 2007/09 crisis. - 4. SIFIs and Systemic Risk. - 5. Reform of the Risk Capital Standard (RCS) and SIFI's. - 6. The crisis PMR process. - 7. The Proposed Directive on Alternative Investment Fund Managers (Draft Directive on AIFM): context of the Proposal and complementary EU legislation. - 8. DD on AIFM: area of application and grounds for. - 9. DD on AIFM: sources of risk. - 10. DD on AIFM: Subsidiarity, Proportionality and Instrument. - 11. Brief overview of selective requirements of the DD. - 12. European Real Estate Investment Alternatives. - 13. The Expert Group on OEREF: some indications that should be preserved in the AIFMD. - 14. Concluding remarks.

(*) Testo predisposto per la Conferenza Internazionale INREV 2010, Venezia, 21-23 Aprile. Desidero ringraziare, senza coinvolgere, Francesco Capriglione, Giancarlo Mazzoni, Antonella Pisano e Laura Segni, per utili commenti ed osservazioni.

1. The financial crisis, which began to unfold in the summer of 2007 in the United States, and led to the worst economic downturn after the Great Depression, brought to the fore great weakness in the system of financial surveillance worldwide.

Macroeconomic imbalances were major underlying factors of the crisis, together with the uncritical celebration of the "invisible hand", and of markets' efficiency, rationality and self-corrective properties.

The need was, therefore, recognized to bring together better understanding and adjustment of macroeconomic and financial issues. In particular, financial surveillance should be better designed and implemented around sustainable macroeconomic developments.

It also became evident to all that the financial system is now intrinsically global. Fragmented, or even inconsistent, rules set at national level pose systemic dangers, because of the growing interconnectedness of financial markets, at world level and, even more so, within the EU.

The coexistence of regulated and unregulated sectors created serious distortions, prompted regulatory arbitrage through financial innovations, and ignited the rapid growth of a "parallel banking system". This, again, created systemic risk.

The explosion of complex and opaque securitized markets, based on innovative OtC derivatives, notably credit default swaps, was the source of major shortcomings in the operation of the financial system.

It also became clear what many had clearly explained in previous years, without being listened to: fundamental weaknesses were present in the design of the regulatory framework: the capital and accounting standard which interacted in imparting an excessive procyclicality; the inadequate assessment of liquidity risks and of dangerous levels of leverage; the lack of control on the operation of credit rating agencies; the wrong incentives in compensation schemes; the lack of checks and balances between risk takers and risk controllers.

More generally, it became evident that the regulatory and supervisory nets should extend, in a proportional manner, to all intermediaries,

markets, operators, instruments and derivatives, which may have a systemic impact, even if they have no immediate links with the retail investors.

The surveillance net should, therefore, cover both systemic institutions and systemic situations; there is the need of better, simpler and proportional surveillance, not more rules.

Oversight of the parallel banking system is justified, beyond the distinction between retail and professional investors. In other words, consumer protection cannot any longer be immediately related to the caveat emptor principle. The parallel financial system, even without a deposit base, is very vulnerable to liquidity shocks. As the crisis showed, this can result in major adverse impacts on the real economy.

As is argued in the first part (§ 1-6) of this paper, the necessary and urgent redesign of the financial architecture in Europe can be summarized along four concurrent lines:

(i) effective macrosupervision, through the creation of a European Systemic Board to assess and suggest corrective action in respect of systemic risks;

(ii) improved microsupervision, based on the interplay of three European Authorities (Banking, Insurance, Securities and Markets) with national supervisors;

(iii) regulatory repair, in particular to correct the failures of: the capital standard, the accounting standard, credit rating agencies, derivatives, corporate governance;

(iv) the creation of a legislative framework with harmonized, proportional requirements on the overall financial system, to close the gaps in existing regulation.

The second part (§ 7-13) of the paper offers a specific analysis of the Draft Directive on Alternative Investment Fund Managers. The Draft Directive represents an important element of the creation of the overall harmonized, proportional legislative framework, indicated under (iv) above, with a view to extending appropriate regulation, supervision and

oversight to all actors, activities and instruments that embed significant risks endangering the stability of the European financial system.

The principle lines of action in this sector are represented by: the MiFID, providing harmonized regulation for investment services, based on the principles of the EU passport and maximum harmonization; the UCITS Directive aimed at improving the efficiency and the stability of the EU retail investment fund market, and the AIFMD itself, which:

- introduces harmonized requirements for entities and operators engaged in the management, operation and administration of alternative investment funds;
- allows alternative investment fund managers (AIFM) to provide services and market EU funds throughout the EU single market, subject to compliance with strict requirements.

The AIFMD Directive sets requirements for all funds not regulated under the UCITS Directive. The sector includes hedge, private equity, commodity, infrastructure and real estate funds.

The DD is considered according to the principles of subsidiarity and proportionality. Its main requirements are examined. To recall, the principal features are:

(i) authorisations: to operate in the EU, fund managers would be required under the directive to obtain authorisation from the competent authority of their home member state. Once authorised, an AIFM would be entitled to market funds established in the EU to professional investors in any member state;

(ii) risk management and prudential oversight: AIFM would be required to satisfy the competent authority of the robustness of their internal arrangements with respect to risk management, including liquidity risks. To support macro-prudential oversight, they would be required to disclose on a regular basis the principal markets and instruments in which they trade, their principal exposures and concentrations of risk;

(iii) treatment of investors: in order to encourage diligence amongst their investors, AIFM would be required to provide a clear description of their investment policy, including descriptions of the types of assets and the use of leverage;

(iv) leveraged funds: the draft directive introduces specific requirements with regard to leverage, i.e. the use of debt to finance investment. Competent authorities would be empowered to set limits to leverage in order to ensure the stability of the financial system. AIFM employing leverage on a systematic basis would be required to disclose aggregate leverage and the main sources of leverage, and competent authorities would be required to share relevant information with other competent authorities;

(v) AIFM acquiring controlling stakes in companies: the draft directive introduces specific requirements for AIFM acquiring controlling stakes in companies, in particular the disclosure of information to other shareholders and to representatives of employees of the portfolio company. It however avoids extending such requirements to acquisitions of SMEs, so as to avoid hampering start-up or venture capital;

(vi) funds located in third countries: EU-based AIFM would be able to market funds located in third countries, provided that they comply with certain but not all provisions of the directive and the member state allows it. Non-EU AIFM would also be able to market funds established in third countries in an EU member state, provided that there is sufficient information for investors and competent authorities and there are appropriate cooperation arrangements between the competent authorities in the EU and those of the third country manager for the purpose of systemic risk oversight;

(vii) optional exemptions for smaller funds: the draft directive gives member states the option not to apply the directive to

smaller AIFM, namely funds with managed assets below EUR 100 million if they use leverage, and with assets below EUR 500 million if they do not. Smaller funds would however be subject to minimum registration and reporting requirements.

In the second part of this paper, specific focus is set on Real Estate Investment Alternatives. The case is made for not losing sight, in the proposed Directive, of the specific recommendations made by the expert group on open-ended real estate funds, which in 2007 offered some useful indications on the regulation of this important sector.

Finally, some concluding remarks are offered together with an assessment of the likely scenario and timetable of the EU decision making process. The danger of further delays is highlighted.

2. A new regulatory agenda to improve risk management, to reduce procyclicality, to strengthen transparency, and to get the incentives and corporate governance right.

Strong and coordinated supervision based on the two macroprudential and microprudential pillars.

An effective crisis management system to deal with systemic risk, based on the recognition that both institutions and situations, can produce adverse systemic impacts.

The design of the new financial architecture in Europe to be consistent with global developments, and indeed lead international trends. To this end, Europe should intensify and coordinate its financial surveillance dialogue with key partner[1].

The *de Larosière Report* [2] indicated that major underlying factors behind the crisis were represented by macroeconomic issues: excessive

---

[1] See MASERA R., *The interplay of macroeconomic and exchange rate policies*, International Telematic Conference "The prospects of the architecture of the International Monetary System and the role of Latin America: Dollar, Euro, Yen and other reserve currencies", G. Marconi University, Rome, 2010.

[2] DE LAROSIÈRE J., *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*,

credit creation, fiscal expansion and low interest rates, notably in the U.S., were accompanied by the accumulation of huge global imbalances. Domestic credit expansion in the U.S. was largely financed by massive capital inflows from major emerging countries, China in particular. By pegging its currency to the Dollar, China imported lax US monetary policies. American current account deficits of over 5% of GDP (or Dollar 700 billion a year) for a number of years, were reflected by similar surpluses in China (and other emerging economies).

The Global Financial System (GFS) – characterized by rapid financial innovation, which allowed to overcome regulatory prudential constraints – permitted, because of the reserve role of the Dollar, to recycle emerging countries' surpluses into U.S. government securities, through central bank interventions and sovereign wealth funds investments. In this environment of plentiful liquidity, complex financial instruments, engineered through the use of opaque OtC derivatives, led to an increase in leverage and more risky financial products in the GFS (See Figure 1).

Figure 1 - GFS: main components.

European Commission, Brussels, 2009.

Lack of transparency and inappropriate macro and micro supervision allowed the build up of a shadow banking system, which made it possible to spread risky financial products in international and domestic financial systems. This difficulties were heightened by the development of the Originate to Distribute (OtD) model in global financial institutions.

The parallel global banking system encompassed hedge funds, funds of hedge funds, commodities funds, money markets funds and other funds, investment banks, off balance sheets items, special purpose vehicles, and mortgage brokers.

With the benefit of the hindsight, it became therefore evident that the regulatory and supervisory nets should extend in a proportional manner to all intermediaries, markets, operators, instruments and derivatives, which may have a systemic impact, even if they have no direct links with the public at large.

The surveillance net should, therefore, cover both systemic institutions and systemic situations. The need for surveillance in the parallel financial system is, therefore, justified beyond the distinction between retail and professional investors. In other words, consumer protection cannot any longer be immediately related to the caveat emptor principle. This is especially important since the parallel financial system, having no deposit base, is very vulnerable to liquidity shocks. As the crisis showed, this can result in major negative impacts in the real economy.

The *de Larosière Report* indicated, therefore, four principle lines of actions:

(i) regulatory repair, notably with respect to the shortcomings and failures of the "faulty triad" (the capital standard, the accounting standard and the operation of credit rating agencies);

(ii) a comprehensive regulatory and an oversight system (based on the principles of proportionality and subsidiarity), which would extend to all actors, intermediaries, markets and activities that embed potential systemic risk;

(iii) the creation of a European-level financial microsupervisory framework, based on three Authorities, to oversee banks, insurances and securities and markets, respectively. These Authorities would replace the *Lamfalussy Agencies*[3] and would have formal decision making capabilities and binding powers. They would, therefore, represent the world first super national financial micro-supervisors;

Figure 2 - Traditional "Ladder" Lamfalussy Approach to Financial Surveillance in Europe.

(iv) the creation of a European Systemic Board, largely coordinated by the European Central Bank, which would be responsible for the identification and monitoring of macrosupervisory risk and would have the duty of issuing specific recommendations for corrective actions also to policy makers (See Figures 2, 3 and 4).

The legislation currently under consideration by the European Parliament and the European Council deals specifically with points (iii)

[3] LAMFALUSSY A., *Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets*, Brussels, 2001.

and (iv). The *de Larosière Report* was criticized by some as not sufficiently ambitious, but the current discussion appears to emasculate those proposals, to the extent of endangering the attempt to create a more integrated European financial supervisory framework. It is in this broad framework that the proposed Directive on Alternative Investment Fund Managers[4] should be set. The Directive complements the MiFID[5] and UCITS[6] Directives[7] and deals with point (ii) made above. It must, therefore, be seen in terms of the proposed legislative framework to introduce harmonized requirements on the overall financial system and to close the gaps in existing regulation.

Figure 3 - New "Diamond" (de Larosière) Approach to Financial Surveillance in Europe.

As to point (i), a very significant amount of work is being undertaken by the competent Authorities at world and European-level, nota-

[4] EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Found Managers*, Brussels, 2010.

[5] EUROPEAN PARLIAMENT AND EUROPEAN COUNCIL, *Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MiFID)*, Brussels, 2004.

[6] EUROPEAN PARLIAMENT AND EUROPEAN COUNCIL, *Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (Recast of the Directive 85/611/EEC)*, Brussels, 2009.

[7] A brief analysis of these directives is offered below in paragraph 3.1.

bly by the Basel Committee and by the IAS Board, to correct the deficiencies of the existing system[8].

Figure 4 - A new European framework for safeguarding financial stability.

3. The principal lessons of the financial crises can be summarized as follows:

(i) the market price is not always right (market failures);

(ii) markets are not self regulating;

(iii) market efficiency and investors rationality cannot be taken for granted;

(iv) apparent advances in risk management were flawed;

(v) corporate governance models were inadequate;

(vi) GFS requires good regulation and effective supervision (Basel II, accounting standards and credit rating agencies - the

[8] MAINO R., MASERA R. AND MAZZONI G., *Reform of the Risk Capital Standard (RCS) and Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)*, forthcoming, 2010.

"faulty triad" - were affected by major weaknesses, notably their pro-cyclicality);

(vii) liquidity and funding risks were inadequately treated by the Basel standard;

(viii) prudential and capital requirements on individual institutions represent a necessary but not sufficient condition for financial stability.

(ix) micro and macro prudential regulation and supervision must be coordinated to avoid fallacy of composition.

The design of an improved system of financial surveillance cannot, however, be made in isolation. It is necessary to look into the global deep roots of the crisis and the complex interaction of market failures, inadequate corporate governance, global financial and monetary imbalances, poor macro and micro prudential oversight and inappropriate regulation.

The fundamental underlying factors, which made the crisis possible, can be identified as:

(i) excessive liquidity creation and the related too low interest rates, which prevailed, notably in the US, since the mid-nineties;

(ii) the philosophy of efficient and self-corrective markets and intermediaries in the Global Financial System (GFS), with the consequent acritical support for financial innovation and deregulation;

(iii) the perverse interaction of opaque, complex securitised instruments, Originate-to-Distribute (OtD) models in banking, and OTC derivatives;

(iv) the difficulties in dealing with the crisis process of very large and complex financial institutions.

4. In the past 20 years, large complex cross-border financial intermediaries emerged by greatly and rapidly expanding their activities globally in corporate finance and investment banking activities for firms

and for their own account (notably, prop trading) and in private wealth management and insurance for households, at the expense of less lucrative traditional credit activity.

Multi-activity financial groups (apparently) prospered. These institutions became so important and concentrated that, when the crisis came, they could not be allowed to fail, because of the negative externalities on the domestic and the world economy of their bankruptcy.

With the benefit of hindsight, it is now clear that supervisory authorities, policy makers and political authorities must look, beyond idiosyncratic risk, also at the systemic risk to the broader financial system that certain very large financial firms (Systemically Important Financial Institutions – SIFIs) pose, as witnessed by recent statements of President Obama.

5. The process of Basel II revision is based on the following lines:
   - (i) strengthening the risk capture of the Basel II framework (in particular for trading book and off-balance sheet exposures);
   - (ii) enhancing the quality of Tier 1 capital;
   - (iii) building additional shock absorbers into the capital framework, that can be drawn upon during periods of stress and dampen pro-cyclicality;
   - (iv) evaluating the need to supplement risk-based measures with simple gross measures of exposure in both prudential and risk management frameworks to help contain leverage in the banking system;
   - (v) strengthening supervisory frameworks to assess funding liquidity for cross-border banks;
   - (vi) strengthen risk management and governance practices;
   - (vii) strengthening counterparty credit risk capital, risk management and disclosure;

(viii) promoting globally coordinated supervisory follow-up exercises to ensure implementation of supervisory and industry sound principles.

The Basel capital standard and internal risk models of the large banks were developed around the concept of idiosyncratic risk (capital cushions against unexpected loss, with a given degree of statistical confidence). A crucial question is whether the standard should cover also SIFI's. In other words, could and should the new system be redesigned to cover simultaneously for idiosyncratic and systemic risk, for instance by introducing appropriate capital surcharges for the latter type of risk?

As indicated, one of the unresolved issues of the financial turmoil is posed by the critical size and the systemic implications of a financial institution entering a crisis situation, beyond which the institution is deemed to be "too systemic to fail".

This creates moral hazard because it (i) encourages higher risk-profile businesses and behaviour; (ii) distorts market and operators incentives to monitor the actions of such firms. More broadly, a properly functioning market cannot rule out the possibility of firms becoming insolvent and exiting the market.

Instead, on the basis of experience in 2007-2009, SIFI's may expect that, in the resolution phase of a crisis, the "home" government prevents their failure by providing public money, to avoid the external diseconomies of a bankruptcy.

This implies a major microprudential accountability issue: the supervisor would be ultimately required to activate taxpayers' money, and cannot therefore be independent from the respective Treasury. A dilemma opens up: central banks may well have a "Ricardian" information advantage as microsupervisors of SIFI's, but this creates a conflict in terms of independence from Treasuries.

A fundamental issue currently under debate is whether the desirable alignment of incentive structures and prevention of excessive risk taking should be sought by means of (i) an adaptation of the RCS,

through capital surcharges, or (ii) systemic insurance premiums to be paid as fees to a centralized Fund.

An even more drastic approach consists in reinstating a Glass-Steagall distinction, as suggested by Volcker and Obama[9], and by limiting public guarantees to narrow banking institutions.

6. The neat separation of the various phases (prevention/management/resolution - PMR) of a banking crisis is more an academic exercise than a stylized fact.

As the current crisis confirmed, the escalation from one phase to the other can be very rapid, in particular liquidity problems can transform themselves into a solvency issue.

There is a logical and operational continuum between crisis prevention and the resolution phase for the negative outcomes.

An appropriate framework must be built to deal with negative externalities of SIFI's, without offering an implicit guarantee that they would be saved in cases of crisis.

As indicated, the ultimate responsibility for managing the resolution of banking crisis generally requires fiscal action. When taxpayers' money is at stake, Government/Parliament responsibility is called for. At what stage of the crisis management process the Government (s) must be brought into the picture is an open question. In any event, microprudential supervisory authority needs to be aligned with fiscal responsibility. The home/host division of responsibilities has an obvious bearing on these issues.

With no EU budget available and in sight, this represents a significant factor limiting the extent to which European national supervisors can devolve responsibility for the supervision of firms to a centralized body. In this respect, we are confronted with a major difference *vis-à-vis* the US, whose implications must be brought to the fore

[9] See www.whitehouse.gov/photos-and-video/video/volcker-rule-financial-institutions, 2010.

The need for alignment of supervisory and fiscal responsibilities is one of the principal reasons why the *de Larosière Report* considered it inappropriate to entrust microprudential responsibilities to the ECB for large cross-border banks, in spite of some obvious pros.

7. The DD (DD1 published, nearly one year ago, on 30 April 2009) has arisen in the context of the financial crisis, which highlighted: i) the rapid transmission of risks from one sector to the entire financial system and ii) the interplay of systematically relevant situations (SRS) and systemically important financial institutions (SIFI) in creating conditions of vulnerabilities in the global financial system (GFS).

As was indicated in section 2, the DD forms part of a broad European Commission (EC) programme to extend appropriate regulation, supervision and oversight to all actors, activities and instruments that embed significant risks endangering the stability of the GFS.

Beyond reforms of the Capital and Accounting Standards for Financial Institutions, two other pillars of the EC programme are:

(i) the MiFID, implemented on November 1st 2007, provides harmonized regulation for investment services across the 30 Member States of the European Economic Area (the 27 EU Member States plus Iceland, Norway and Liechtenstein). MiFID is the main EU law introduced under the Lamfalussy procedure; it is based on the principles of the EU "passport" and "maximum harmonization". It represents, therefore, an evolution of the traditional EU approaches of "minimum harmonization" and "mutual recognition". Its specifically precludes "gold-plating" by Member States, with the view to fostering a common European level playing field. MiFID covers nearly all tradable financial products. Firms covered by MiFID are authorized and regulated in the home country, but can use the MiFID "passport" to provide services in all EU Member States;

(ii) the UCITS Directive aims at improving the efficiency and the stability of the EU retail investment fund market (totalling some Euro 5 trillion). The Commission adopted the Directive taking into account specific advice from the Committee of European Securities Regulators (CESR). It is based on legally binding guidance on both i) which new financial instruments can be included in investment funds, and ii) on how host countries can exercise limited scrutiny powers when UCITS are notified for sale in their country.

These two elements imply a clear definition of the EU "passport" for retail investment funds.

Key elements of this Directive, which is due to be implemented by Member States by July 2011, are as follows:

- Management company "full" European passport: UCITS funds authorised in one Member State may be managed on a cross-border basis. This will be achieved through a system of mutual recognition and authorisation;
- Fund mergers: two funds can merge into a single entity, irrespective of the location of the fund within the EU. This implies the definition of Master feeder structures to pool assets into a single master fund;
- KID: a key information document replaces the simplified prospectus;
- Supervisory cooperation: the Directive enhances the mechanism for supervisory cooperation with focus on the home country;
- Risk management: following recommendations by the CESR Investment Management Expert Group, chaired by Lamberto Cardia, risk management principles have been defined to achieve proportionality, according to relevance, dimension, nature and complexity of risks.

8. The AIFM Directive will introduce harmonized requirements for entities engaged in the management and administration of alternative investment funds (AIFM).

The funds in question are defined as all funds that are not regulated under the UCITS directive. The sector includes hedge, private equity, commodity, infrastructure and other types of institutional funds, as well as real estate funds. The sector excludes: pension funds; non-pooled investments, such as endowments, SWFs; assets held on own account by banks and insurers; managed accounts and other parallel discretionary management arrangements.

It is estimated that around € 2 trillion in assets are currently managed in Europe by AIFM, employing a variety investment techniques, investing in different asset markets and catering to different types of investors.

The financial crisis has underlined that:

(i) AIFM are vulnerable to a wide range of risks of direct concern to the investors in those funds;

(ii) relevant risks, and therefore the AIFM sector, in turn can present a threat to creditors, trading counterparties, and to the stability and integrity of European financial markets.

The case was, therefore, made at EU and at international level that a closer regulatory and supervisory engagement with this sector was required.

Indications along these lines were given by:

(i) Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on hedge funds and private equity (*Rasmussen Report*) and on the transparency of institutional investors (*Lehne Report*) (2008);

(ii) Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EC (*de Larosière Report*) (2009);

(iii) G20, IOSCO, Financial Stability Board, IMF.

9. According to the Commission, the main sources of risk for AIFM are as follows:

Table 1 - DD on AIFM: principal sources of risk.

Risk	Sources
Macro-prudential	▪ Direct exposure of SIFIs to the AIFM sector. ▪ Pro-cyclical impact of herding and risk concentrations and deleveraging.
Micro-prudential	▪ Failures in internal risk management with respect to market, counterparty, funding, liquidity, operational risks.

More specific sources of risk, which call for regulatory and supervisory attention, refer directly to the conduct and operation of the AIFM, and are therefore of immediate concern of the management of AIF.

Authorisation as an AIFM entitles the manager to market the AIF to professional investors only, as defined by MIFID, i.e. investors equipped to understand and bear the risks associated with this type of investment.

However, some of the categories of AIF covered by the DD, such as funds of hedge funds and open-ended real estate funds are accessible to retail investors in some EC Member States, subject to strict regulatory control.

The nature and intensity of the risks outlined is very different, depending on business and sector models. Macro-prudential risks relate primarily to hedge and commodity funds. Micro-prudential risks and issues of investor protection are instead common to all types of AIFM.

Table 2 – AIF: Specific sources of risk.

Risk	Sources
Investor protection	▪ Inadequate investor disclosures on investment policy, risk management, internal processes.

	▪ Conflicts of interest and failures in fund governance, in particular with respect to remuneration, valuation and administration.
Market efficiency and integrity	▪ Impact of dynamic trading and short selling techniques on market functioning. ▪ Potential for market abuse in connection with certain techniques, for example short-selling.
Impact on market for corporate control	▪ Lack of transparency when building stakes in listed companies (e.g. through use of stock borrowing, contracts for difference), or concerted action in "activist" strategies.
Impact on companies controlled by AIFM	▪ Potential for misalignment of incentives in management of portfolio companies, in particular in relation to the use of debt financing. ▪ Lack of transparency and public scrutiny of companies subject to buy-outs.

10. Currently, the activities of AIFM are regulated by a combination of national financial and company law regulations and general provisions of company law.

The crisis indicated that some of the risks associated with AIFM were underestimated, partly as a reflection of the predominantly national perspective of existing rules, which did not capture the cross-border nature of risks.

The Commission, therefore, felt that the effective monitoring of risk of AIFM would require a common level of transparency and regulatory safeguards across the EU. The Directive was also aimed at establishing a harmonized framework for the safe and efficient cross-border marketing of AIF.

The DD was, thus, predicated on the principle of subsidiarity: the Community must act only if and in so far as the objectives of the proposed action cannot be sufficiently achieved by the Member States and can therefore, by reason of the scale or effects of the proposed action, be better achieved by the Community (Art. 5(2) of the EC Treaty).

The DD is also deemed to comply with the principle of proportionality, as required by Article 5 (3) of the EC Treaty.
Many of the provisions of the Directive refer to particular activities; if an AIFM does not engage in these activities, the provisions shall not apply.

The DD also provides de minimis exceptions: authorisations are waived for AIFM managing AIF below certain thresholds, since these are unlikely to imply systemic risks or to be a threat to orderly markets.

In line with the above considerations, the choice of a Directive - instead of a Regulation – was regarded as the appropriate trade-off between harmonization and flexibility. A Directive allows Member States degrees of freedom in deciding how to adapt national legal orders to the new framework.

The proposal is based on the *Lamfalussy process* for regulating financial services.

The DD contains the principles necessary to ensure that AIFM are subject to consistently high standards of transparency and regulatory oversight in the EU, but the detailed implementing measures will be based on comitology procedures.

11. Managers must obtain domestic authorisation before they operate in the EU, notably satisfying the relevant Authorities about internal risk management.

Managers cannot provide management or administrative services to a Fund unless they have been authorised by the competent Authority in their home Member State and comply with the Directive on an ongoing basis.

Managers should ensure that they have appropriate procedures in place regarding conflicts of interest, risk control and liquidity management. There are specific requirements including the obligation to regularly conduct stress tests and to ensure that risk management and port-

folio management functions are independent from each other and subject to separate annual reviews.

Managers will be permitted to market Funds in all Member States provided that they notify the home Member State in advance and provide prescribed information about the Manager and its Funds with the home Member State. If the prescribed information changes the Manager must give at least one month's written notice before implementing the change.

Marketing of funds by Managers can only be made to "professional investors" (the definition of "professional investors" has the meaning set out in MiFID). However, Member States may permit the marketing of Funds to retail investors and may impose such regulatory safeguards as they feel appropriate. There are also still minimum levels of information that must be provided both on an initial and on an ongoing basis to investors.

Managers will be permitted to manage Funds domiciled outside of the EU provided that a set of stringent requirements are complied with and a tax agreement with the third country in question is in place.

Each Manager will be required to hold and retain a minimum of the higher of (i) one quarter of the previous year's fixed overheads and (ii) €125.000 of capital, plus 0,02% of the amount by which the value of the portfolios exceeds €250 million.

A valuator independent of the Manager is to be appointed for each Fund and all Fund assets should be valued at least annually and each time shares or units are issued or redeemed if this is more frequent.

Managers must publish an annual report for each Fund that they manage. The annual report is to be published no later than four months after the end of the financial year and must contain a balance sheet, an income and expenditure account and a report on the activities of the financial year.

Managers must also make pre-investment disclosures to investors, make periodic disclosures of the percentage of assets which are subject to "special arrangements" and fulfil the reporting obligations owed to their home Member State.

Each Fund must have an independent depositary/custodian (EU bank or MiFID firm), acting in order to receive and safe-keep the payments made by investors and the financial instruments that belong to the Fund as well as to verify ownership of assets.

If a Manager wishes to delegate any of their functions to a third party then that third party must be authorised and various conditions must be satisfied. This is likely to capture some fund administrators and placement agents.

Funds which employ "high levels of leverage on a systematic basis" (where total leverage exceeds the value of the equity capital in two of the past four quarters) are required to disclose details of the leverage and the competent authority has the power to restrict the use of the leverage.

Managers will be required to ensure that they act honestly; with due care, skill and diligence; in the best interests of their Fund, the investors and the market; and that investors are treated fairly.

The DD casts a very wide net to apply to all "alternative" investment fund managers, who provide management services to one or more "alternative" investment funds.

As indicated, AIFs are defined as any collective investment undertaking which is not required to be authorised as a UCITS. In effect, any investment fund other than a securities fund established in the EU and authorised for retail distribution.

Management services are broadly defined as all activities of managing one or more AIF, on behalf of one or more investors.

The Commission claims that the broad coverage does not imply a "one size fits all approach", because of the introduction of specific, tailored provisions. The objective of avoiding loopholes in the European

financial system is correct. The tailoring of provisions to different asset classes is, admittedly, difficult to achieve (the devil is in the detail). While significant improvements were achieved in the four Drafts, further steps forward are desirable, notably in relation to the non-listed property funds industry.

12. Excluding conditions of global systemic stress such as those of 2007-2009, adding international real estate to a domestic mixed asset portfolio yields significant risk-return benefits, by improving the efficient frontier, due to low cross-correlations with stocks and bonds.

In Europe, during the decade 1986-1995, institutional investors interest in real estate was mainly directed in publicly listed real estate as a cost/tax efficient and more liquid alternative to direct real estate holdings (Brounen, Veld, Raitio, JREPM, 2007).

However, it gradually appeared that the securitised wrapper of these vehicles (not to be confused with the subprime securitization process in the US), the low cost trading mechanism and the increasing levels of leverage on a systemic basis, caused significant short-term variations in market performance between public and private real estate markets.

In other words, in terms of the efficient frontier, real estate shares moved closer to stock market sentiment, than to the private real estate performance. Real estate investors were thus frustrated by time-varying discounts and premiums to net asset values.

NLREF appeared to offer many advantages of listed property shares, without being correlated with the overall stock market. In 2005, the GAV of both European listed and non-listed Funds was in the order of €300 billion, as compared to €140 and €80 billion respectively in 1996.

Non-listed open ended vehicles became favoured by institutional, professional and sophisticated investors to obtain exposure to the real

estate market and to take advantage from seemingly low correlations between regional and sectoral economic cycles.

The boom decade (1996-2005) itself created challenges to non-listed funds, which required correction and both regulatory and supervisory action. Notably, national European barriers limited the expansion and the creation of a properly regulated single market, as a consequence of the lack of common European guidelines and standards.

Other important concerns were represented by:

(i) illiquidity, and limited trading opportunities;

(ii) inadequate secondary market guidelines and benchmarking tools;

(iii) transparency and availability of market information.

The concerns were amply debated in the industry and drew specific attention of the Commission, which in 2007 mandated a group of experts to analyse the various issues.

13. The Expert Group on Open Ended Real Estate Funds (OEREF) appointed by the EU Commission argued (2007) that the main reason why investors will seek alternative methods of investing is because of a lack of a European regulatory structure for open ended funds and the difficulties in cross border marketing.

The Expert Group advocated EU legislative intervention to create a dedicated EU harmonized regime to support the expansion of this product segment and made recommendations on the essential features that such funds should comply with.

The proposed essential elements can be summarized as follows:

(i) OEREFs should have the possibility to make full use of property Special Purpose Vehicles;

(ii) OEREFs should be permitted to borrow up to 60% of their real estate assets (including real estate SPVs);

(iii) OEREFs should redeem units at investor request, which may be on a daily basis, but could be as infrequent as once per quarter;

(iv) OEREFs should have a minimum liquidity of 10% of their assets and install a sophisticated liquidity management system appropriate to their subscription/redemption policy;

(v) properties held within an OEREF portfolio should be subject to independent and regular valuation at least once per calendar year to determine a market value of the properties, based on international valuation standards;

(vi) OEREFs should fully disclose their pricing policies. They should also highlight to investors the long-term investment focus of the fund and that the redemption of units may be suspended under exceptional circumstances.

The Expert Group also drew attention to the need to remove or at least soften tax barriers at investor and investment levels that in certain countries penalize foreign Real Estate Funds versus domestic products that very often only focuses on investments in domestic property sectors. As the Expert Group concluded "... clarification of a common regulatory approach (harmonized rules) would form an effective basis on which to reach common agreements on consistency of fiscal approaches to OEREF".

It is worth noting that the Luxembourg Specialised Investment Funds regime governed by the Law dated 13 February 2007 already reflects almost all of the above provisions.

As recalled, the Real Estate Funds market reached its maximum expansion in 2006, also a result of the introduction of the REIT regime in many countries.

The subprime and the real estate implosion in the United States in 2007-2009 led to a European crisis of the market in Europe, notably in the UK, in Spain, in Ireland and in Greece. The systemic crisis of the GFS led the Commission to embrace a broader, comprehensive surveillance approach to financial markets, as suggested by the *de Larosière Report*. The AIFMD was conceived in this new environment.

As indicated, more harmonized, transparent regulation, leading to more liquid markets for real estate funds is a desirable objective. We should not however lose sight of and take into account the specificities of the real estate funds industry.

14. The GFS is at the heart of economic activities. Its malfunctioning affects the real economy and has a profound social impact. Huge government spending to prevent a meltdown of the financial system implies debts that also future generations will have to pay back.

The GFS is a world-wide integrated dynamic innovative network of interactive components: intermediates, securities (products), markets, operators, derivatives, regulation and supervision, infrastructure (payments, custody, depositary, clearing & settlement systems).

Markets, intermediaries, operators are not self-regulating and self-correcting. Market efficiency and investors' rationality cannot be taken for granted. Repair and corrective actions are required at all levels – global, European and National – and in all financial sectors.

The financial crisis exposed that risks in one sector can be transmitted around the financial system and across countries. The aim of the European Commission to extend appropriate regulation and oversight to all actors and activities that can embed significant risks is, in principle, correct.

The overall financial framework of the EU remains fragmented. More harmonized rules and supervision are called for.

But, what we need, beyond sustainable economic policies, are better rules and more appropriate and efficient macro and microsupervision, to complement improved corporate governance and internal control systems of markets and operators. More rules, and inadequate supervisory changes will simply imply more costs and no less dangers of systemic crisis.

The expanding cost of government regulation and supervision in the market place is very large and must be subject to value-for-money scrutiny.

According to recent McKinsey estimates (McKinsey Quarterly, 2010, I), the value at stake in terms of EBITDA, across industries, is now in the region of $3,6 trillion per year, of which nearly $1 trillion come from the financial industry (See Figure 5).

Figure 5 - Value at stake from regulation

[1] Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.
Source: Global Insight; interviews with experts; McKinsey analysis

The guidelines of policy, regulatory and supervisory repair contained in the *de Larosière Report* continue to represent, in my view, a very good blueprint. Reform of the "faulty triad" is high on the agenda and should be swiftly enacted. Beyond idiosyncratic risk, also systemic risks must be recognized and addressed. This in turn requires analysis both of SIFIs and of situations of systemic risk, as the current debt crisis in Greece and other PIGS shows clearly.

As to the former, the capital standard for banks and insurance companies should not be overburdened. My preference goes towards the introduction of a SIFI resolution fund. Prudential leverage ratios are

also likely to be introduced for intermediaries and for Funds. Their apparent simplicity hides substantive difficulties.

The thrust of the AIFMD is in the right direction and will provide a harmonized surveillance framework. The Directive represents a real opportunity to strengthen and develop the alternative fund sector: investors require better regulated and supervised financial products.

But, although improvements were made in the successive drafts, the danger of losing sight of the specificities of the real estate (and infrastructure) sector is still present. This pitfall must be avoided.

Some of the proposal of the EC expert group on OEREF should be preserved. Tailored provisions could be introduced by enacting a form of EU passport for OEREF.

Despite (or perhaps because of) the continuous meetings at all levels and in various formats, a mixed scenario in terms of concrete decisions before year-end on regulatory and surveillance issues is likely.

The crisis is over, but continuing economic stresses generate centrifugal national forces. It is therefore difficult to overcome the home/host controversies, through more formal burden sharing arrangements and micro-supervision at European level.

The capital standard is already overburdened and the fallacy of composition applies. When sums will be made it will appear that the banking system would be too hard hit.

The initial steps forward on improving international accounting standards and the workings of CRAs are encountering difficulties. Agreements may instead materialize on the following areas:

(i) OTC derivatives markets;

(ii) compensations;

(iii) speculative (?) activities.

Liquidity requirements for all market participants are likely to be increased. Higher taxation on financial institutions may also be enacted. Official collection of statistical data from a very broad set of intermediaries/operators will be increased.

Last but not the least, the AIFMD should be finalised[10], in spite of current British and US concerns, on the conditions on which funds and fund managers, based on countries outside the EU – but including London based managers running off-shore funds – should be allowed to market their products to professional investors within the 27 EU countries. The risk of giving to a single Member State the power to front a full European passport lies evidently in regulatory arbitrage (forum shopping). This power could in perspective be given to the ESMA.

Rainer Masera
Preside della Facoltà di Economia e Ordinario di Politica Economica nell'Università degli Studi di
Guglielmo Marconi di Roma

GLOSSARY

AIF	Alternative Investment Funds
AIFM	Alternative Investment Fund Managers
AIFMDD	AIFM Draft Directive
DD	Draft Directive (on AIFM)
EBA	European Banking Authority
EIA	European Insurance Authority
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	European Union
FSB	Financial Stability Board
G20	Group of Twenty
GAV	Gross Asset Value
GFS	Global Financial System
INREV	Investors in Non-listed Real Estate Vehicles
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MIFID	Market in Financial Instruments Directive

[10] On 18 May 2010 the European Council agreed a mandate for negotiations with the European Parliament on the Draft Directive (7377/10). The negotiations with the Parliament will aim to enable the directive to be adopted in first reading. See Council of the European Union, "Council to negotiate with Parliament on draft EU rules for hedge funds managers", Brussels, 7500/10 (Presse 64).

NLREF	Non Listed Real Estate Funds
OEREF	Open Ended Real Estate Funds
PIGS	Portugal Ireland Greece Spain
REIT	Real Estate Investment Trust
SIFI	Systematically Important Financial Institution
SRS	Systematically Relevant Situations
SWF	Sovereign Wealth Fund
UCITS	Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

REFERENCES

ACHARYA V., RICHARDSON M., editors, 2009, "Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System", John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.

ACHARYA, V., YORULMAZER T., 2008, "Information Contagion and Bank Herding", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 40, No. 10.

AKERLOF G., 2002, "Behavioural Macroeconomics and Macroeconomic Behaviour", American Economic Review, June.

ALLEN F., BABUS A., 2008, "Networks in Finance: Network-based Strategies and Competencies, Chapter 21", Working Paper, No. 08-07, Wharton School, Philadelphia.

ALLEN, FRANKLIN AND DOUGLAS GALE, 2000, "Financial Contagion", Journal of Political Economy, Vol. 108, No. 1, pp. 1-33.

ATHANASOPOULOU M., SEGOVIANO M., TIEMAN A., forthcoming, "Banks' Probability of Default: Which Methodology, When, and Why?", IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.

BAIR S., 2009, "Too Big To Fail", Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, Senate Office Building, May 6.

BARONE-ADESI G., 2009, "Seven Pillars of Wisdom", The Swiss Finance Institute, University of Lugano, May 14.

BERGER A., HARRING R., SZEGÖ G., 1995, "The Role of Capital in Financial Institutions", Working Paper 9501, Wharton Financial Institution Centre.

BERGO J., 2002, "Using Financial Soundness Indicators to Assess Financial Stability," IMF Conference, September 17.

BERNANKE B., GERTLER M., 1989, "Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations", American Economic Review, Vol 79, No. 99, pp. 14-31.

BOND S.A., SHILLING J.D., 2003, "An Evaluation of Property Company Discounts in Europe", EPRA Working Paper.

BORIO C., DREHMAN M., 2008, "Towards an Operational Framework for Financial Stability «Fuzzy» Measurement and Its Consequences", 12th Annual Conference of the Banco Central de Chile, Financial stability, monetary policy and central banking, Santiago, November 6–7.

BROUNEN D., OP 'T VELD H., RAITIO V., 2007, "Trasparency in the European Non-listed Real Estate Funds Market", Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol.13, No.2, pp. 107-117.

BROUNEN D., EICHHOLTZ P., 2003, "Property, Common Stock and Property Shares", Journal of Portfolio Management, Vol. 29, pp. 129–37.

BROUNEN D., TER LAAK M., 2005, "Understanding the Discount: Evidence from European Property Shares", Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 11, No.2, pp. 241–52.

BRUEGGEMAN W.B., CHEN A.H., THIBODEAU T.G., 1992, "Some Additional Evidence on the Performance of Commingled Real Estate Investment Funds: 1972–1991", Journal of Real Estate Research, Vol. 7, No. 4, pp. 433–48.

BRUNNERMEIER M., PEDERSEN L.H., 2008, "Market Liquidity and Funding Liquidity", Review of Financial Studies.

BRUNNERMEIER M., CROCKET A., GOODHARD C., PERSAUD A., SHIN H., 2009, "The Fundamental Principles of Financial Regulation", Geneva Reports on the World Economy, 11, CEPR.

CAPRIGLIONE F., 2009, "Crisi A Confronto (1929 e 2009) Il caso italiano", Cedam, Padova.

CARMASSI J., LUCHETTI E., MICOSSI S., 2009, "Overcoming too-big-to-fail. A regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector", Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Assonime, Rome.

CARMASSI J., HERRING R., 2009, "The Corporate Structure of International Financial Conglomerates", in Berger A., Molyneux P., Wilson J., The Oxford Handbook of Banking, Oxford University Press, Chapter 8.

CARPENTER A., 2010, "INREV Introduction", EU Directive Seminar, London, January 15.

CHAN-LAU, JORGE A., 2009, "The Global Financial Turmoil and its Impact on Chilean Banks," mimeo, International Monetary Fund, Washington.

CHAN-LAU, JORGE A., AMADOU SY, 2007, "Distance-to-Default in Banking: A Bridge Too Far?" Journal of Banking Regulation, Vol. 9, pp. 14-4.

CONOVERC.M., FRIDAY S.H., SIRMANS G.S., 2002, "Diversification Benefits from Foreign Real Estate Investments", Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 1, pp. 17–25.

CONT R., MOUSSA A., MINCA A., BASTO E., 2009. "Too Interconnected to Fail: Contagion and Systemic Risk in Financial Networks", Lecture presented at the IMF, May.

COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP (CRMPG) III, 2008, "Containing Systemic Risk: the Road to Reform", August 6. Available via the Internet: www.crmpolicygroup.org.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, 2010, "Council to negotiate with Parliament on draft EU rules for hedge funds managers", Brussels, 7500/10 (Presse 64), 18 May.

DAVIS P., KARIM D., 2008, "Could Early Warning Systems Have Helped to Predict the Sub-Prime Crisis?", National Institute of Economic Review.

DE LAROSIÈRE J., 2009, "Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU", European Commission, Brussels, February 25.

DE LAROSIÈRE J., 2010, "Monetary policy has played a major role in the run up to the financial crisis" February.

DEMIRGUC-KUNT A., DETRAGIACHE E., 1998, "The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries," IMF Staff Paper, Vol. 45, No. 1, pp. 81–109.

DEMIRGUC-KUNT A., DETRAGIACHE E., 1999, "Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach," IMF Working Paper 99/147, International Monetary Fund, Washington.

DEMIRGUC-KUNT A., DETRAGIACHE E., 2005, "Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey." IMF Working Paper 05/96, International Monetary Fund, Washington.

DEUTSCHE BANK, 2008, "Monitoring Banking Sector Risk," Deutsche Bank Research, October 28; Available via the Internet: www.dbresearch.com.

DI NOIA C., MICOSSI S., CARMASSI J., PEIRCE F., 2009, "Keep It Simple Policy Responses to the Financial Crisis", Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Assonime, Rome.

DORNBUSH R., PARK Y. C., CLAESSENS S., 2000, "Contagion: Understanding How It Spreads", The World Bank Research Observer, 15(2), pp. 177–97.

DRAGHI M., 2010, Intervento, "AIAF-ASSIOM-ATIC FOREX", Napoli, Febbraio 13.

DRAGHI M., 2009, Keynote Speech at IOSCO's Annual Conference, "Financial Stability in the global environment? Learning the lessons from the market crisis", Tel Aviv, June 10.

DRAGHI M., 2009, Financial Services Authority (FSA) - The Turner Review Conference, "Remarks at the Turner Review roll-out", London, March 27.

DRAGHI M., 2009, Commissione VI (Finanze) della Camera dei Deputati, "Indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario", Roma, Marzo 17.

DRAGHI M., 2009, Intervento, "AIAF-ASSIOM-ATIC FOREX", Milano, Febbraio 21.

DRAGOMIR L., 2009, "European Prudential Banking Regulation and Supervision", Routledge, working paper.

DUNGEY M., FRY R., GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., MARTIN V., 2006, "Contagion in International Bond Markets during the Russian and LTCM Crises", Journal of Financial Stability, 2, pp. 1–27.

DUNGEY M., FRY R., GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., MARTIN V., 2007, "Unanticipated Shocks and Systemic Influences: The Impact of Contagion in Global Equity Markets in 1998", North American Journal of Finance and Economics, 18, pp. 155–174.

DUNGEY M., FRY R., GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., MARTIN V., forthcoming, "Are Financial Crises Alike? − From the 1998 Russian/LTCM Crisis to the 2007 Subprime Debacle and Liquidity Crisis", IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.

EICHHOLTZ P.M.A., HARTZELL D.J., 1996, "Property Shares and the Stock Market: An International Perspective", Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 12, No.2, pp. 163–78.

ELSINGER H., LEHAR A., SUMMER M., 2006, "Systemically Important Banks: An Analysis for the European Banking System", International Economics and Economic Policy, 3(1), pp. 73-89.

EUROFI, 2010, "Defining priorities to reform the regulatory and supervisory financial framework in the global context", Eurofi high level seminar co-hosted by the Spanish EU Presidency, Madrid, April 14-15.

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2006, "Special Feature on Identifying Large and Complex Banking Groups for Financial Stability Assessment", Financial Stability Review, December, Frankfurt.

EUROPEAN CENTRAL BANK, 2008, "Special Feature on Recent Policy Initiatives to Strengthen the Resilience of the Financial System" Financial Stability Review, December 2008, Frankfurt.

EUROPEAN COMMISSION, 2009, "Communication on European Financial Supervision", Brussels, May 27.

EUROPEAN COMMISSION, 2009, "Commission Communication for the Spring European Council", Brussels, March 9.

EUROPEAN COMMISSION, 2010, "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Found Managers", Brussels, April 30.

EUROPEAN COMMUNITY, 2008, "Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries on the European Union on Cross-Border Financial Stability", Brussels.

EUROPEAN PARLIAMENT AND EUROPEAN COUNCIL, 2004, "Directive 2004/39/EC on markets in financial instruments (MiFID), Brussels, April 21.

EUROPEAN PARLIAMENT AND EUROPEAN COUNCIL, 2009, "Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (Recast of the Directive 85/611/EEC)", Brussels, July 13.

FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS, 2008, Economic Letter, "Fed Intervention: Managing Moral Hazard in Financial Crises," Vol. 3, No. 10, October.

FINANCIAL TIMES, 2010, "Brown hails move on global bank tax", April 4th.

FRANK N., HESSE H., forthcoming, "Financial spillovers to Emerging Markets during the Global Financial Crisis," IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.

FRANK N., GONZALEZ-HERMOSILLO B., HESSE H., 2008, "Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis", IMF Working Paper 08/200, International Monetary Fund, Washington.

FSA, 2009, "The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis, March. Available via the Internet: http://www.fsa.gov.uk/pages/Library/Corporate/turner/index.shtml.

FURFINE C., 1999,"Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion", BIS Working Papers, No 70, June.

G-20 WORKING GROUP 1, 2009, "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency, Final Report", March. Available via the Internet http://www.g20.org/366.aspx.

GASPAR V., SCHINASI G., 2009, "Global Financial Crisis, Current Market Conditions and Remaining Policy Challenges", BEPA Monthly Brief, March.

GELTNER D., 1993, "Estimating Market Values from Appraised Values Without Assuming an Efficient Market", Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 3, pp. 325–46.

GILIBERTO M.S., 1990, "Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate Returns", Journal of Real Estate Research, Vol. 5, No. 2, pp. 259–63.

GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, 2009, "Assessing Global Financial Risks", International Monetary Fund, Washington, April. Available via the Internet http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/index.htm.

GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., 2008, "The Role of International Investors' Risk Appetite in Global Financial Crises: 1998-2007," IMF Working Paper 08/85. International Monetary Fund, Washington.

GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., HESSE H., forthcoming, "Global Market Conditions and Systemic

Risk," IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington.

GORDON J., 1998, "The Real Estate Portfolio Manager: DIPs, SIPs and REITs", Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol.4, No. 2, pp. 169–72.

GORDONJ., CANTER T.A., WEBB J.R., 1998, "The Effect of International Real Estate Securities on Portfolio Diversification", Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 4, No. 2, pp. 83–91.

GORTON G., 2008, "The Panic of 2007," Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole Conference, August.

GRAY D. F., MALONE S., 2008, "Macrofinancial Risk Analysis", John Wiley & Sons.

GRAY D. F., JOBST A. A., 2009, "Systemic Contingent Claims Analysis – Estimating Potential Losses and Implicit Government Guarantees to Banks", IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, forthcoming.

GROUP OF TEN, 2001, "Consolidation in the Financial Sector", Bank for International Settlements, Basel.

GROUP OF THIRTY, 2009, "The structure of financial supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace".

GENEVA ASSOCIATION, 2010, "Systemic Risk in Insurance, Special Report of the Geneva Association Systemic Risk working Group", Geneva, March

GYOURKO J., KEIM D.B., 1992, "What Does the Stock Market Tell Us about Real Estate Returns", Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, No. 3, pp. 457–85.

HICKS J., 1967, "Critical Essays in Monetary Theory", Oxford, University Press.

HICKS J., 1977, "Economic Perspectives: further Essays on Money and Growth", Oxford, University Press.

HUANG X., ZHOU H., ZHU H., 2008, "A Framework for Assessing the Systemic Risk of Major Financial Institutions", BIS Working Papers, No 281.

HUTCHINSON M.M., 2002, "European Banking Distress and EMU: Institutional and Macroeconomic Risks," Scandinavian Journal of Economics, Vol. 104, No. 3, pp. 365–89.

HUTCHINSON M.M., MCDILL K., 1999, "Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison," Journal of the Japanese and International Economies, Vol. 13, pp. 155–80.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2009 "Global Financial Stability Report", April.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, 2010, "Crisis Management and Resolution for a European Banking System", March.

INTER-INSTITUTIONAL MONITORING GROUP (IIMG), 2007, "Final Report Monitoring the Lamfalussy Process", Brussels, October 15.

KAHNEMAN D., 2007, "Economia della Felicità", Il Sole 24 Ore, Milano.

KAMINSKY G. L., REINHART C. M., 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," American Economic Review 89 (3), pp. 473–500.

KIM O., VERRECCHIA R. E., 1997, "Pre-announcement and Event-period Private Information," Journal of Accounting and Economics, Vol. 24, pp. 395–419.

LAMFALUSSY A., 2001, "Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European Securities Markets", Brussels, February 15.

LASTRA R., 2006, "Legal Foundation On International Monetary Stability", Oxford University Press, Oxford.

LEHNE K.H., 2008, "Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on The transparency of institutional investors", Brussels, July 9.

LO A., 2009, "Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007–2008," Written testimony to the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform, November 13.

MAINO R., 2009, "Credito e mercato dopo la crisi: appunti per regole e regolatori post Basilea II", Bancaria, n. 2/2009.

MAINO R., MASERA R., MAZZONI G., 2010, "Reform of the Risk Capital Standard (RCS) and Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)", April, forthcoming.

MARSH I., STEVENS I., HAWKESBY C., 2003, "Large Complex Financial Institutions: common influence on asset price behavior?", BOE, Financial Stability Review, December.

MASERA R., 2001, "Il Rischio e le banche", Il Sole 24ore, Milano.

MASERA R., 2006, "La Corporate Governance nelle Banche", Il Mulino, Bologna.

MASERA R., 2009, (ed.) "The Great Financial Crisis. Economics, Regulation and Risk", Bancaria Editrice, Roma.

MASERA R., 2009, "La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del Rapporto De Larosière", forthcoming.

MASERA R., 2010, "Crisi finanziaria e rimedi normativi", in AA.VV., Scritti in onore di Francesco Capriglione, CEDAM, Padova.

MASERA R., 2010b, "The interplay of macroeconomic and exchange rate policies", International Telematic Conference "The prospects of the architecture of the International Monetary System and the role of Latin America: Dollar, Euro, Yen and other reserve currencies", G. Marconi University, Rome, April 28.

MATTHEWS B.C., 2010, "Preventing the Next Financial Crisis: Coordination and Competition in Global Finance", American Society of International Law Annual Meeting, Washington, DC, March 26.

MENGDEN A.E., HARTZELL D.J., 1986, "Real Estate Investment Trusts—Are They Stocks or Real Estate?", Salomon Brothers Real Estate Research, August 27.

MERTON, ROBERT C., 1995, "A Functional Perspective of Financial Intermediation", Financial Management, Summer, pp. 23-41.

MESSORI M., 2009, "The financial crisis: understanding it to overcome it", Assogestioni, Milan, September.

MOODY'S, 2009, "European Corporate Default and Recovery Rates", May.

NUTTALL R., SANDOVAL S., 2010, "The new value at stake in regulation", Mc Kinsey, March.

OBAMA B. AND VOLCKER P., 2010, http://www.whitehouse.gov/photos-and-video/video/volcker-rule-financial-institutions, January 21.

PEDERSEN L., ROUBINI N., 2009, "A Proposal to Prevent Wholesale Financial Failure," Financial Times, January 29.

PAGLIARI J.L., SCHERER K.A., MONOPOLI, R.T., 2003, "Public versus Private Real Estate Equities: A Risk-Return Comparison", Journal of Portfolio Management, Vol. 29, pp. 101–11.

QUAN D.C., TITMAN S., 1997, "Commercial Real Estate Prices and Stock Market Returns: An International Analysis", Financial Analysts Journal, May–June, pp. 21–34.

RASMUSSEN P. N., 2008, "Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on Hedge funds and private equity", Brussels, September 11.

ROSENGREN E., 2009, "Challenges in resolving systemically important financial institutions", The

Institute of Regulation and Risk North Asia, Hong Kong, May 5.

R. WHITE W., 2003, "International financial crises: prevention, management and resolution", Berne, March 20.

SACCOMANNI F., 2009, "Nuove regole e mercati finanziari", SSPA - Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione, Roma, January 19.

SACCOMANNI F., 2008, "La Crisi Internazionale: Elementi Di Dialogo Con Gli Operatori", Proceedings of "La turbolenza dei mercati finanziari: dialogo fra autorità e operatori" Conference, Milano, February 19.

SAVONA P., OLDANI C., 2009, "Crisis, Response And Innovation In Europe", Proceedings of "The 2009 PRE-G8 Summit" Conference, Rome, June 30.

SARCINELLI M., 2009, "2007: La Crisi da Subprime", in Perez R. (edited by), "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino.

SEGNI L., 2010, "Verso un nuovo assetto della vigilanza europea", in Marchesi D. (edited by), "Priorità nazionali. Trasparenza, Istruzione, Finanza, Energia", Francoangeli, Milano, forthcoming.

SEILER M.J., WEBB J.R., MYER F.C.N., 1999, "Diversification Issues in Real Estate Investment", Journal of Real Estate Literature, Vol. 7, No. 2, pp. 163–79.

SEGOVIANO M., GOODHART C., 2009, "Banking Stability Measures", IMF Working Paper 09/04 International Monetary Fund, Washington.

SPAVENTA L., 2009, "La crisi della nuova finanza", in Perez R. (edited by), "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino.

STRAUSS-KAHN D., 2009, "Speech", School of Advanced International Studies, Washington D.C., April 23.

STRAUSS-KAHN D., 2010, "Speech", European Commission Conference, Brussels, March 19.

TREMONTI G., 2009, "International Legal Standard". Available via the Internet: www.tesoro.it/documenti/open.asp?idd=20499

UNICREDIT GROUP, 2009, "Forum on financial cross-border groups", March.

WELLS S., 2002, "UK Interbank Exposures: Systemic Risk Implications", Bank of England Financial Stability Review, December, pp.15-82.

SOCIALE E PARASOCIALE
NELL'INIZIATIVA COLLETTIVA*

ABSTRACT: *The essay departs from a notion of "company-related" (parasociale) which does not include merely shareholders' agreement, but encompasses also those transactions which, despite the absence of any understanding between parties to regulate their interests in the company by way of a non company-related instrument, in any event interfere therewith or are anyhow affected thereby. By doing so, the essay aims at verifying the corporate (sociale) and company-related issues which may be traced in transactions such as the ones mentioned above. The analysis focuses on two main aspects. The first aspect concerns bond issues, with respect to which a careful exam is conducted in relation to the position of the holder of convertible bonds, as well as the identification of corporate interests held by such bondholder, notwithstanding the company-related nature of its contractual position. The second aspect concerns those situations in which shareholders enhance the equity contributions of the company without intervening on the share capital. In this regard, the analysis will focus on payments on account of future capital increases – whereby the actual application of equity contribution remains conditional upon a future shareholders' resolution – and those fully subordinated loans set forth in article 2467 of the Italian civil code. As to such loans, even though the relevant lender qualifies as a residual claimant exactly like a shareholder, her position remains the one of a creditor, in which the company-related flavor of the financing transaction constitutes the precondition for the applicable rules.*

SOMMARIO: 1.Premessa. - 2. Prestito obbligazionario. - 3. Forme di patrimonializzazione diverse dal capitale sociale.

1. Il più sentito ringraziamento, anzitutto, a questa prestigiosa *Accademia*, la più autorevole istituzione scientifica del nostro Stato, ed alla *Rivista di diritto civile*, le cui pagine sono luogo di discussione alta e libera, per avermi fatto l'onore di prendere la parola nelle *Giornate di studio in ricordo di Giorgio Oppo*. Il tema che mi è stato assegnato è – ne sono convinto – di quelli che al nostro Maestro sarebbero molto piaciuti: Giorgio Oppo prediligeva lo studio degli argomenti "di taglio" (per usare un'espressione che gli era cara). Ed è stata questa considerazione – il trattarsi cioè di un tema al quale Giorgio Oppo avrebbe volentieri prestato attenzione, e sul quale di buon grado avrebbe aperto e coltivato il dibattito con la finezza di ragionamento e la lucida ricchezza argomentativa che ne

---

* Relazione presentata alle *Giornate di studio in memoria di Giorgio Oppo. Uomo, Persona e Diritto* – Accademia Nazionale dei Lincei, Roma 6-8 maggio 2010.

caratterizzava il pensiero – che mi ha indotto a non sottrarmi al compito, tutt'altro che agevole, di confrontarmi con il tema del «sociale e parasociale nell'iniziativa collettiva». Muovo – voglio preliminarmente avvertire – da una concezione dell'aggettivo sostantivato «parasociale» che compare nel titolo della conversazione che mi è stato chiesto di tenere non limitata ai contratti parasociali, intesi come quei «contratti o patti o convenzioni ... stipulati dai soci (da alcuni o anche da tutti), fuori dell'atto costitutivo e dello statuto ..., per regolare inter sé o anche nei rapporti con la società, con organi sociali o con terzi, un loro interesse o una loro condotta sociale»[1], sui quali la lezione di Giorgio Oppo ha così profondamente inciso nel sapere giuridico da riflettersi addirittura nel lessico legislativo d'Oltralpe (a partire dall'art. 17 del código das sociedades comerciais portoghese del 1986, dedicato agli accordos parassociais). Vi comprendo infatti anche quelle operazioni nelle quali non vi è – o vi è ma in termini attenuati e talora soltanto indiretti – un'intesa fra soggetti volta a regolare extrasocialmente un loro interesse attinente alla società, che, pur solo lambendo l'operazione imprenditoriale collettiva, nondimeno interferiscono su di essa e/o ne subiscono al contempo l'influenza: in tale prospettiva, il tentativo di procedere a qualche verifica in ordine a quanto di sociale e di parasociale è riscontrabile in siffatte operazioni.

È un tema – mi sembra doveroso avvertirlo – pressoché sconfinato, potendo abbracciare più argomenti e suggerire molteplici approcci, selezionati – sia quelli sia questi – anche in ragione delle sensibilità dell'interprete e delle sue personali inclinazioni. Ben consapevole che qualcuno di Voi avrebbe preferito altro itinerario di avvicinamento e la perlustrazione di territori ulteriori o di diverse regioni, e più che persuaso che ognuno di Voi rimarrà, all'esito di quella che definirei la più parziale

---

[1] Sono parole di G. OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. civ.*, 1987, 1, pag. 517, poi riprodotto in ID., *Scritti giuridici*, vol. II, *Diritto delle società*, Cedam, Padova, 1992, pag. 176.

delle ricognizioni esplorative, deluso dalla mancata scoperta di nuovi mondi, Vi proporrò dunque qualche mia considerazione su due temi.

2. Il primo tema investe il prestito obbligazionario.

2.1. Il prestito obbligazionario, infatti, per come disciplinato negli artt. 2410 e segg. cod. civ., per un verso rimane prerogativa dell'iniziativa collettiva, postulando nell'emittente la condizione imprenditoriale strutturalmente organizzata in forma societaria, e per altro verso condiziona l'azione societaria e ne è a sua volta condizionato.

Direi che potrebbe essere colto il tratto della parasocialità nell'organizzazione degli obbligazionisti: che è tipizzata dall'ordinamento e configurata quasi – mi si passi l'espressione – "ad immagine e somiglianza" del soggetto emittente (tanto che non è mancato chi, in passato, ne ha parlato come di una società ex lege), quanto meno nel senso che la posizione dell'obbligazionista-mutuante smarrisce il connotato dell'individualità per essere assorbita all'interno di un modello che la sottopone a regole di governo comune, secondo uno schema presieduto da quel principio di maggioranza (e di maggioranza da calcolare per quote d'interesse) che è proprio della struttura organizzativa societaria a base capitalistica. Tanto più si potrebbe ragionare nei termini che ho proposto se si dicesse che la configurazione organizzativa degli obbligazionisti esiste ed è tale perché pretesa, imposta, dalla società emittente, rispondendo all'interesse di questa (ovvero almeno prioritariamente di questa: non fa difetto infatti nemmeno negli obbligazionisti un omogeneo, speculare, interesse) disporre di un interlocutore unico, perciò unificato per il tramite di quell'organizzazione.

Sullo stesso terreno, ma nella prospettiva opposta, potrebbero apprezzarsi quelle regole (che la novella del 2003 ha conservato, pur attenuandone il rigore) intese ad allestire una protezione dell'interesse dell'obbligazionista-creditore attraverso precetti rivolti al debitore-società: penso non solo all'iniziale limite di emissione (art. 2412 cod. civ.), ma anche ai vincoli che sul piano delle scelte organizzative sono imposti alla so-

cietà emittente che voglia o debba intervenire, riducendone l'ammontare, sul capitale sociale (art. 2413 cod. civ.).

2.2. In più intensa misura parasociale e sociale si confrontano e dialogano quando il programma dell'operazione mutuatizia che costituisce l'essenza del prestito obbligazionario si arricchisce con l'apertura all'operazione societaria preludendo ad essa. Benvero, l'obbligazionista convertibile, fin quando non esercita l'opzione di conversione, è e resta un obbligazionista, dunque un creditore sociale: ma la sua posizione – chiamiamola così: di pretendente partecipe all'operazione collettiva – assume sotto più profili rilievo. Prende anzitutto risalto nel momento genetico, sia sul piano delle condizioni sia sul piano delle funzioni. Sotto il primo aspetto, quello delle condizioni, non sfugge il tratto di comune disciplina fra aumento del capitale ed emissione di obbligazioni convertibili: a quello come a questa può procedersi solo a condizione che il capitale sociale sia già stato interamente versato (artt. 2420-*bis*, 1° co., II parte; art. 2438, 1° co.). Sotto il secondo aspetto, quello delle funzioni, questa notazione: se il prestito obbligazionario "ordinario" rientra (almeno per natura, salva cioè una diversa scelta statutaria) nelle competenze gestorie ed è dunque come tale attratto nella sfera dei poteri dell'organo di amministrazione (si noti: senza che l'ordinamento abbia avvertito la necessità, come invece altrove, vuoi di un concorso deliberativo dell'organo deputato al controllo vuoi di un suo interpello), il prestito convertibile resta viceversa nelle mani dell'assemblea con una possibilità di delega agli amministratori che i soci devono obiettivamente circoscrivere e che la legge limita temporalmente, secondo – di nuovo – il medesimo schema disciplinare allestito per l'aumento del capitale.

Prende poi risalto – ancor più significativo, a me pare – nel corso della durata del prestito. L'aspettativa sociale che presiede alla posizione dell'obbligazionista convertibile trova momenti di riconoscimento che non solo consentono all'obbligazionista convertibile di anticipare la conver-

sione per poter beneficiare del disinvestimento conseguente ad una riduzione volontaria del capitale o della modifica delle regole statutarie di ripartizione dell'utile (2420-*bis*, 4° co., cod. civ.) come pure per potersi rendere partecipe di una fusione o di una scissione (artt. 2503-*bis* e 2506-*ter* cod. civ.), ma gli attribuiscono altresì (art. 2441 cod. civ.) il diritto di concorrere con chi socio già è all'aumento del capitale, sulla base del rapporto di cambio (e dunque sulla scorta dell'assetto presupposto – si badi: solo presupposto – della futura integrale conversione, che non cessa di essere eventuale). Ed è in questa cornice normativa che l'interprete è chiamato a valutare quelle – non poco numerose – ipotesi di modifica statutaria riguardo alle quali può porsi un problema di tutela dell'obbligazionista convertibile e delle quali il codice non fa menzione.

Una prima congettura propende per una valorizzazione della posizione ancora propriamente solo creditoria dell'obbligazionista convertibile: valorizzazione che, nell'estrema declinazione teorica, ribadisce anche quando si tratti di modifiche statutarie che intervengano allorché il periodo di conversione sia aperto. Non v'è motivo – secondo la ricostruzione così orientata – di attribuire all'obbligazionista convertibile un qualche meccanismo di protezione: la società avrà dunque piena libertà di adottare – si è esemplificato – una delibera di proroga della durata o di anticipato scioglimento, di trasferire la sua sede all'estero, di modificare l'oggetto sociale, di trasformarsi (purché in un tipo sociale legittimato ad emettere titoli obbligazionari).

Ad un diverso esito induce la chiave di lettura che dell'obbligazionista convertibile apprezza le potenzialità sociali (vorrei osservare che questa prospettiva interpretativa trova riscontro nella prassi, quella prassi che, capace com'è di rendere genuina testimonianza delle esigenze economiche avvertite dagli imprenditori, chi attende allo studio del diritto del commercio non deve mai perdere di vista, ed ha anzi buon motivo di interpellare per rinvenirvi ora conferme ora spunti di esegesi: ricordo, allora, che non è infrequente, nella prassi internazionale, che il regolamento di

emissione contempli in dettaglio una congerie di eventi anche diversi dalla modifica statutaria, al ricorrere dei quali si determina una variazione del rapporto di cambio; ed è ben significativo che fra detti eventi non di rado compaia la distribuzione di utili ai soci). In un angolo visuale inteso a massimizzare la posizione virtualmente sociale dell'obbligazionista convertibile, verrebbero ad assumere risalto le modifiche statutarie, ed al limite qualunque modifica statutaria: per definizione – si potrebbe assumere – un diverso assetto del patto sociale si risolve in una «modificazione delle condizioni del prestito» se il prestito prelude alla partecipazione sociale, e come tale esigerebbe il pronunciamento a contenuto autorizzatorio dell'assemblea degli obbligazionisti convertibili ex art. 2415, 1° co., n. 2, cod. civ.

Si obietterà che un siffatto ordine di idee avrebbe un considerevole, anzi eccessivo, impatto sulla libertà d'azione della società emittente; e ci si potrebbe allora interrogare se non sia preferibile accogliere un attenuato esito interpretativo richiamandosi alla categoria delle modifiche statutarie essenziali predicata (o che si ritenga predicata: sul che nutrirei dei dubbi) dall'art. 2437 cod. civ. per ipotizzare che l'assemblea degli obbligazionisti convertibili debba essere interpellata solo nei casi iscritti nell'albo da detta norma istituito.

A me non sembrerebbe che una linea interpretativa conciliativa qual è quella cui ho or ora accennato abbia ad essere sostenuta. Nella medesima prospettiva, semmai, dotato di maggiore persuasività sarebbe l'osservare che una lesione giuridicamente rilevante del diritto di conversione è prospettabile non in presenza di ogni atto sociale che possa diminuire l'interesse dell'obbligazionista all'esercizio del diritto di conversione, ma solo di fronte a quegli atti sociali che precludano l'esercizio di detto diritto nei termini e secondo le modalità convenute ovvero alterino la misura o le qualità intrinseche (come quando si introducessero nello statuto limiti alla circolazione delle azioni) della partecipazione corporativa originariamente promessa.

Quale che sia l'esito di tale dibattito (su di esso non si può indugiare oltre, se non si vogliono perdere di vista le coordinate del tema che mi è stato affidato), il dato che mi sembra si possa cogliere è la presenza, in capo all'obbligazionista convertibile, benché *in atto* titolare di una posizione giuridica parasociale, di interessi sociali. Di interessi che potrebbero esprimersi in termini assai intensi, sul piano – ad esempio – della legittimazione attiva alla proposizione di domande giudiziarie intese a che il contratto di società abbia la sua corretta esecuzione. Su questo tema – consentitemi un ricordo personale – ebbi occasione di parlare a lungo con il Maestro. Avevo sottoposto alla sua lettura gli ultimi paragrafi del mio lavoro dedicato agli interessi pubblici e privati nella vicenda estintiva delle società, paragrafi in qualche pagina dei quali mi ero soffermato sul problema della legittimazione attiva a richiedere al giudice, nell'inerzia degli organi sociali che avrebbero dovuto assumere le relative delibere, l'accertamento di una causa di scioglimento della società e la nomina dei suoi liquidatori. Mi ero posto il problema se oltre ai soci (di cui fa parola la legge) anche gli obbligazionisti convertibili vi fossero titolati, ed avevo indicato come più plausibile una soluzione negativa. Giorgio Oppo – rammento – era perplesso: sicuramente – mi disse allora concludendo un lungo nostro colloquio – una diversa scelta è meno "comoda", ma altrettanto sicuramente degna di massima attenzione, come sempre pretendono le situazioni nelle quali l'operazione parasociale ambisce al sociale.

3. Il secondo tema investe quelle vicende nelle quali si assiste ad una patrimonializzazione della società operata dai suoi soci senza intervenire sul capitale. Non intendo soffermarmi su quegli interventi di patrimonializzazione di cui si fanno strumento apporti volti a ripianare perdite; mi vorrei trattenere invece su quegli apporti prodromici ad una futura ed eventuale ricapitalizzazione (o ad una ulteriore capitalizzazione) della società ed a quegli apporti a natura finanziaria che talvolta ricusano convenzionalmente di collocarsi in posizione di eguaglianza rispetto agli altri

creditori sociali e talaltra, all'opposto, proprio a quell'eguale posizione aspirano o comunque quell'eguale posizione intendono reclamare.

Non mi pare d'interesse prendere in considerazione le operazioni di copertura perdite (la cui liceità è generalmente ammessa, sebbene a loro carico penda un'accusa non lieve di opacità, per ciò che loro tramite il risultato negativo dell'iniziativa collettiva rimane non denunziato ai terzi, come sarebbe viceversa palesato al mercato se si procedesse ad una formale riduzione del capitale eroso e al successivo suo aumento) perché mi sembra che della loro natura schiettamente ed esclusivamente sociale non vi sia spazio per dubitare.

Diverso discorso per le altre operazioni di cui ho detto.

3.1. Prendo esordio dai cc.dd. versamenti in conto aumento capitale, con riguardo ai quali mi sembra si debba osservare che l'apporto economico, sebbene proiettato a concorrere all'iniziativa collettiva e dunque a sostegno e sopportazione del rischio d'impresa, contiene tuttavia una riserva, per ciò che quella destinazione resta subordinata ad una successiva – non necessaria, ma eventuale, sebbene prefigurata come verosimile in quanto programmata – determinazione dei soci. Che tale circostanza sia sufficiente a collocare l'operazione sul piano del sociale ed a non trattenerla – per così dire – ancora sul piano del parasociale, si potrebbe dubitare in positivo. E con qualche ragione a me sembra che se ne potrebbe così dubitare quante volte si annettesse rilievo a queste circostanze: che l'apporto di cui parliamo è già sottoposto alle regole dell'azione imprenditoriale collettiva (esso va a costituire, secondo quanto si insegna in giurisprudenza, una riserva, sia pure una riserva «di capitale» e non di utili, ed è soggetto alla stessa disciplina della riserva da soprapprezzo, sebbene "personalizzata" in quanto di esclusiva pertinenza di quelli fra i soci che l'apporto hanno effettuato in relazione all'entità della somma da ciascuno erogata) ed è governato dalla regola per cui la sua definitiva "aggregazione" al capitale di rischio è già rimessa ad una determinazione sociale, che non solo è come tale sottoposta al principio di maggioranza, ma che altresì potrebbe essere

adottata da una compagine composta anche (o, al limite, esclusivamente) da soggetti diversi da coloro che effettuarono l'apporto, sì che il socio che ha effettuato il versamento non può più vantare un diritto soggettivo di controllo sul suo versamento, ab origine rinunziando a governarlo individualmente.

3.2. Di parasocialità mi sembra che sia invece dato senz'altro parlare con riguardo a quei finanziamenti dei soci caratterizzati da patto di postergazione rispetto all'intero ceto creditorio. A rigore, per la verità, il patto di postergazione non costituisce connotato esclusivo del finanziamento dei soci (e basti pensare alla frequenza con il quale si riscontra negli interventi bancari collegati a piani di salvataggio di imprese in stato di crisi): ma quando si presenta nel finanziamento dei soci assume inevitabilmente una connessione intensa, vorrei dire di tipo "forte", con l'iniziativa collettiva, al cui servizio – in termini economici – si viene a porre. Benvero, ogni qual volta il patto di postergazione non sia – come pur potrebbe essere – limitato relativamente (destinato cioè ad operare rispetto a una determinata categoria di creditori o a determinati creditori) od obbiettivamente (circoscritto cioè ad un certo lasso di tempo), ma si estenda all'intera azione sociale e si commisuri alla stessa durata della società, e con evidenza ancora maggiore se la società avesse durata indeterminata, gli effetti economici dell'operazione non sarebbero diversi da quelli propri del capitale di rischio: il finanziatore sarebbe infatti un *residual claimant* esattamente come il socio. Ma anche in tale ipotesi le cose, sul piano giuridico, starebbero diversamente: da un lato perché comunque il finanziatore postergato non avrebbe, benché tale, diritto di partecipare all'azione sociale (non si proponga di svalutare siffatta notazione con l'osservare che il nostro sistema riconosce cittadinanza alle partecipazioni sociali afone: si deve ammettere che nelle riformate geometrie dell'ordinamento societario, uno dei cui vertici è nella previsione dell'art. 2351 cod. civ., il diritto di voice è una delle espressioni, non l'unica né quella caratterizzante, dello status so-

cii); dall'altro perché la posizione creditoria, per quanto subordinata alla soddisfazione integrale d'ogni altro esponente del ceto creditorio, in ogni caso rimarrebbe tale (e come tale sarebbe trattata in caso di insolvenza, trovando spazio ed iscrizione nel passivo concorsuale); ed ancora perché il credito da restituzione del finanziamento potrebbe formare oggetto di circolazione autonoma dalla circolazione della partecipazione sociale. Sicché anche quando (come potrebbe accadere in forza di apposita convenzione) fosse imposta una corrispondenza biunivoca fra socio e finanziatore postergato, e la posizione creditizia venisse in tal modo ad assumere un ruolo ancillare o una funzione complementare a quella sociale, il connotato parasociale dell'operazione (qui l'apporto resterebbe propriamente finanziario, senza aspirazione a commutarsi in corporativo) rimarrebbe prevalente: né in tale ipotesi si porrebbe – come invece nel caso del prestito obbligazionario convertibile – un problema di tutela del creditore riguardo le scelte del debitore atteso che quelle scelte verrebbero adottate da chi riveste ad un tempo posizione creditoria e posizione sociale.

3.3. Il connotato parasociale dell'operazione mutuatizia del socio emerge con decisione nel trattamento che il nostro ordinamento riserva ai finanziamenti non convenzionalmente postergati, dove è proprio la posizione corporativa del finanziatore a determinare la postergazione nel rimborso nonché, a certe condizioni, l'obbligo di restituzione del rimborso. Del fenomeno – che nell'esperienza del concreto si collega (almeno normalmente) a situazioni nelle quali l'iniziativa economica collettiva è assunta in condizioni di sottocapitalizzazione – prima della novella del 2003 la nostra legge non faceva parola, e di fronte al suo silenzio erano state indicate – e adottate – soluzioni volte a contrastare le situazioni di abuso che emergevano in sede concorsuale. Assunta (anzi: in alcuni verdetti giurisprudenziali in certo modo presunta o sostanzialmente presunta, laddove attinta da indici di non particolare consistenza) una condizione psicologica del socio finanziatore connotata dalla consapevolezza dell'esiguità finanziaria della

società e dall'intenzione di esternalizzare il rischio d'impresa assumendolo non come *residual claimant* ma in posizione omogenea con gli altri creditori sociali, si dava luogo ad una riclassificazione del credito del socio, posponendolo a quello degli altri creditori sociali. Né si è mancato di parlare del finanziamento del socio come di un "semicapitale" ovvero di un "capitale secondario", proponendo così un'attrazione nella sfera del «sociale» di un'operazione a dichiarata natura mutuatizia in ragione del suo essere stata realizzata muovendo da una condizione di «parasocialità». In questo ambito, l'intervento del legislatore: che si polarizza, ma a mio avviso non si riduce, nella regola definitoria e nel precetto dispositivo contenuti nell'art. 2467 cod. civ., e nella norma di rinvio portata dall'art. 2497-quinquies cod. civ.

3.3.1. Andando con ordine. L'art. 2467 cod. civ. è riferito alla società a responsabilità limitata: nel 1° comma stabilisce che il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società è postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori e che in caso di rimborso ai soci avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società il socio rimborsato deve restituire quanto ricevuto; nel 2° comma precisa che ai fini di tale regola si intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento. La norma è poi richiamata per i finanziamenti infragruppo: e non solo a prescindere dal tipo societario dell'erogante e del percipiente, ma addirittura dalla stessa natura societaria del soggetto che esercita l'attività di direzione e coordinamento. Non è, invece, richiamata in via generale per le società per azioni e per i soci di società per azioni che non esercitino attività di direzione e coordinamento: e ciò benché i «debiti verso soci per finanziamento» debbano essere indi-

cati nelle tavole contabili (stato patrimoniale, voce D3 del passivo: art. 2424 cod. civ.) e specificati nella nota integrativa con loro ripartita indicazione in base alle scadenze e con separata menzione di quelli governati da patto di postergazione (art. 2427, 1° co., n. 19-bis, cod. civ.).

3.3.2. Di fronte a tale quadro normativo, i dubbi interpretativi davvero non mancano. Dubbi legati, anzitutto, all'estensione della definizione, a quel «finanziamenti ... in qualsiasi forma effettuati» che ha indotto i commentatori a proporre una lettura funzionalizzata della norma, da interpretare nel senso che si debba avere riguardo al fine perseguito più che al mezzo utilizzato, sì da doversi riconoscere la disposizione come dotata di una forza centripeta capace di attrarre alla sua orbita ogni operazione idonea a dotare la società dei mezzi occorrenti alla realizzazione del programma imprenditoriale. Dubbi legati, poi, al presupposto estrinseco: il parametro dell'eccessivo squilibrio dell'indebitamento reclamando il contributo delle scienze aziendalistiche e non sottraendosi alle inevitabili incertezze del giudizio valutativo; quello (ulteriore ed autonomo, nel pensiero di alcuni: ma v'è chi si dichiara per un suo ruolo semplicemente sussidiario e sostiene che indossi la maglia del gregario) della situazione finanziaria nella quale sarebbe stato «ragionevole» un apporto di capitale di rischio, dai confini ancor più sfumati e di insicuro riscontro. Il che pone poi la questione se la legge non esiga una valutazione della condizione psicologica subiettiva del socio, sì da indurre a un possibile diverso apprezzamento della posizione dei diversi soci-finanziatori.

3.3.3. Il profilo che più direttamente interessa ai fini della mia conversazione, è peraltro quello del trattamento di siffatti prestiti: sia in termini subiettivi sia in termini obiettivi. Dal primo punto di vista, l'essere la disciplina dettata solo con riguardo alla società a responsabilità limitata ed ai gruppi di società, dovrebbe indurre a considerarla di stretta applicazione, non estensibile dunque agli altri modelli societari, e così anzitutto alle società per azioni. Si tratterebbe infatti – hanno spiegato i sostenitori di tale

lettura – di una regola coordinata ad una precisa e consapevole scelta normativa, capace di trovare ragione e giustificazione nella diretta conoscenza che ha il socio di società a responsabilità limitata, così come si ha all'interno di un gruppo di società, delle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie della società alla quale partecipa e si concede credito: ragioni e giustificazioni che non si presentano, appunto, in altri modelli societari o in situazioni diverse dalle aggregazioni proprie dei gruppi di società. Ebbene: questa conclusione interpretativa (che, credo sia importante segnalarlo, parrebbe trovare un riscontro, sia pure in seno ad un *obiter dictum*, in una decisione del Supremo Collegio, la n. 16393 del 4 luglio 20072) dovrebbe avere per conseguenza che non sia dato riproporre, con riguardo ai prestiti erogati dai soci di società azionaria, quelle soluzioni adottate nel silenzio della legge cui ho fatto poc'anzi riferimento: senza che abbia a costituire variabile capace di recuperare spazio in favore di un'applicazione analogica – o forse meglio sarebbe a dire estensiva – della regola dettata con riguardo alla società a responsabilità limitata, una composizione, in ipotesi *unipersonale*, della compagine azionaria (tanto meno se si considera che l'unisoggettività della compagine sociale ha definitivamente smarrito quell'attitudine a selezionare un diverso regime di responsabilità del socio che possedeva *nell'originario* assetto del nostro codice). Ancor più rileva comunque, nella prospettiva d'indagine qui coltivata, la disciplina: e dei due dettami nei quali tale disciplina si articola non tanto interessa considerare la regola della restituzione in caso di fallimento (la cui tipicità parrebbe tale da escludere un concorrente ricorso al rimedio pauliano), quanto quella della postergazione. Imponendo al credito restitutorio del socio-finanziatore il rango più basso nella gerarchia dei debiti sociali, il nostro ordinamento mostra di avere compiuto una scelta di campo netta, ricusando una equiparazione del finanziamento al conferimento.

---

[2] Che può leggersi in *Foro it.*, 2008, I, col. 2244, in *Riv. dir. comm.*, 2008, II, pag. 137, ed in *Società*, 2009, pag. 453, con nota di T. LEONE, *Contributi in conto capitale: generalità della fattispecie e invalidità della delibera di restituzione ai soci*.

Dell'apporto finanziario, ancorché come suol dirsi "anomalo" in ragione delle sue caratteristiche d'origine (verrebbe quasi da dire: per via di un inespiabile suo peccato originale) la legge rispetta dunque la natura mutuatizia, "accontentandosi" – per così dire – di utilizzare la meno invasiva delle tecniche giuridiche, per effetto della quale, graduandoli in classi, mira a conservare, per alcuni creditori sociali, il patrimonio del debitore-società assolutamente indenne dalle pretese di altri, meno meritevoli (se si vuole: non meritevoli), creditori sociali. Tecnica tanto meno invasiva (ma anche, occorre dire, tanto meno efficiente nei concreti esiti applicativi) quando si avesse a ritenere, così come nel pensiero dei più, che la regola della postergazione abbia modo di operare soltanto in sede di liquidazione – concorsuale o non che sia – della società, senza poi nemmeno beneficiare del sostegno del precetto di ripetibilità della quota di liquidazione appresa dai soci e della sanzione comminata dall'art. 2633 cod. civ. in caso di indebita ripartizione tra i soci dei beni sociali prima del pagamento dei creditori. Anche qui (e concludo con ciò la mia ricognizione, come ben vedete del tutto circoscritta e settoriale, dell'argomento) è il connotato parasociale dell'operazione mutuatizia che costituisce il presupposto della disciplina. Se il socio mutuante è chiamato a non prendere congedo dal rapporto mutuatizio, ma tuttavia gli è comandato di disporsi nelle estreme retrovie delle file creditorie, a stretto contatto ed immediato ridosso della falange sociale, se il credito restitutorio del socio è dalla legge postergato ad ogni altro credito sociale, ciò accade in ragione del fatto che si tratta di finanziamento concesso (sia pure non genuinamente concesso) proprio dal socio, di un'operazione parasociale da apprezzare come proiezione, e sovrapposizione subiettiva, dell'operazione sociale.

Giuseppe Niccolini
Ordinario di Diritto Commerciale
nell'Università Luiss Guido Carli
di Roma

NORME D'EMERGENZA SUI MERCATI FINANZIARI E STATO D'ECCEZIONE "CONSERVATIVO"

ABSTRACT: *The essay aims to verify, in relation to emergency laws and measures adopted to oppose financial markets crisis, whether those laws and measures can be reconnected to a theoretical construct of "conservative state of exception" applied to regulation of economic relations, taking into account their exceptional and derogatory character compared to Constitution and current legal order general rules. For this purpose, we examine some emergency laws and measures adopted in Italy and in EU, like* ex lege *provision on Italian hedge funds preventing the withdrawal from the fund during a redemption period; fair value accounting principle suspension; prohibition of "naked" short selling, that involves the sale of an asset that isn't owned by the seller and isn't borrowed to cover the position while it is held.*

SOMMARIO: 1. Le norme d'emergenza di contrasto alla crisi nel diritto pubblico dei mercati finanziari e la tenuta dei principi costituzionali. – 2. Alcune fattispecie di norme d'emergenza: *a)* la sospensione legislativa della possibilità di chiedere il rimborso delle quote di fondi di investimento speculativi. – 3. *segue*: *b)* la sospensione del principio contabile generale del *fair value*. – 4. *segue*: *c)* il divieto amministrativo di *short selling*. – 5. Diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni economiche e stato d'eccezione "conservativo".

1. La necessità di affrontare la recente crisi dei mercati finanziari ha determinato un incisivo intervento pubblico nel settore del credito e nel sistema bancario[1] che appare articolato, secondo una prima analisi della dottrina, secondo quattro "moduli di pubblicizzazione"[2]: una pubblicizzazione "finanziaria", che mira ad aumentare la liquidità delle banche garantendone l'esposizione debitoria[3]; una pubblicizzazione "proprietaria", che consiste

---

[1] Per cui v. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009.

[2] La classificazione è elaborata, nell'ambito di uno studio tendente a individuare i "nuovi profili pubblicistici del credito" a seguito dell'intervento dello Stato reso necessario dall'esigenza di contrastare la crisi dei mercati, da NAPOLITANO, *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giornale dir. amm.*, 2009, 4, 429 ss., part. 431 ss.

[3] Ad esempio, negli Stati Uniti l'*Economic Emergency Stabilization Act* del 2008 ha autorizzato il Segretario di Stato al Tesoro ad acquistare strumenti finanziari "tossici" per il sistema bancario, potendo poi vendere successivamente tali titoli ovvero concludere transazioni aventi ad oggetto gli

nell'acquisto di azioni o nella sottoscrizione di aumenti di capitale delle banche da parte dello Stato nei casi di situazioni di inadeguatezza patrimoniale delle stesse[4]; una pubblicizzazione "funzionale" che, a fronte dell'erogazione sostanziale di un contributo finanziario dello Stato alle banche, mira a conformare l'offerta di credito delle banche beneficiarie degli aiuti pubblici, in modo tale da evitare una restrizione del credito che aggravi ulteriormente la crisi in atto[5]; una pubblicizzazione "regolamentare", che mira a rafforzare la vigilanza pubblica sul settore bancario e finanziario e a estenderne l'ambito per prevenire, in futuro, nuovi episodi di instabilità e di crisi dei mercati.

Mentre la pubblicizzazione regolamentare presenta carattere strutturale, nel contesto di una più generale ri-regolazione del settore[6], gli altri moduli della pubblicizzazione finanziaria, proprietaria e funzionale assumono i caratteri della temporaneità e dell'eccezionalità[7], essendo costituiti da strumenti diretti, in via contingente, a contrastare la crisi.

Le norme d'emergenza che sono state adottate, di solito in via d'urgenza, sono le più diverse, andando, come noto, dalla nuova disciplina

---

stessi titoli. In Italia, gli artt. 3 e 4 del decreto-legge n. 155 del 2008, come convertito dalla legge n. 190 del 2008 hanno autorizzato il Ministero dell'economia e delle finanze a prestare garanzia sulle passività delle banche e sui finanziamenti erogati dalla Banca d'Italia a fronte di gravi crisi di liquidità. Sugli effetti dei vari programmi di intervento governativi, adottati dopo il fallimento della Lehman Brothers nel settembre 2008, v. *An assessment of financial sector rescue programmes*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) della Banca d'Italia no. 47, July 2009.

4 V. l'art. 1 del decreto-legge n. 155 del 2008, come convertito dalla legge n. 190 del 2008.

5 V. l'art. 12 del decreto-legge n. 185 del 2008, come convertito dalla legge n. 2 del 2009.

6 Sulla generale ri-regolazione del settore e sul rafforzamento della vigilanza pubblica sia consentito il rinvio a SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 1, 45 ss. Sulle tendenze che si registrano negli Stati Uniti v., di recente, A.M. KHADEMIAN, *A Public Administration Moment: Forging an Agenda for Financial Regulatory Reform*, in *Public Administration Review*, July/August 2009, 595 ss. e gli altri saggi contenuti nello stesso numero della Rivista. A seguito della crisi, è oggetto di rinnovata considerazione anche tra gli economisti la tenuta della tradizionale "efficient-markets hypothesis" (EMH), secondo la quale il prezzo di uno strumento finanziario riflette tutte le informazioni che sono reperibili circa il suo valore: v. in questo senso *Efficiency and beyond*, in *The Economist*, July 18th 2009.

7 NAPOLITANO, *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, cit., 433.

delle tecniche di difesa nelle offerte pubbliche di acquisto ostili, prevista dall'art. 13 del decreto-legge n. 185 del 2008[8], fino alla creazione da parte dell'art. 1-*bis* del decreto-legge n. 155 del 2008[9], nell'ambito delle garanzie che lo Stato può prestare su talune passività delle banche italiane, della figura del privilegio generale sui beni mobili e immobili che assiste i crediti del Ministero dell'economia rivenienti da tali operazioni, quale eccezione all'art. 2746 c.c.[10] e ai principi generali del codice civile in materia di garanzie immobiliari[11].

In relazione alle norme d'emergenza, stante il loro carattere eccezionale e derogatorio rispetto alla legislazione e ai principi vigenti[12], si pone un problema di tenuta costituzionale che si presenta più in generale nel diritto pubblico solitamente per quanto concerne la materia della sicurezza e dell'ordine pubblico, e che di recente è stato affrontato con riguardo specifico alla legislazione d'emergenza adottata da vari Paesi per contrastare il fenomeno del terrorismo internazionale[13].

---

[8] Per cui v. i commenti di BRESCIA MORRA, *Nuove regole sull'OPA: un passo indietro*, in *www.nelmerito.com*, 30 ottobre 2008; SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'OPA*, in *Le Società*, 2009, 5, 581 ss.; MAZZEO, *Novità per difendersi dall'OPA*, in *Resp. civ.*, 2009, 2; E. ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle OPA ostili*, in *Le Società*, 2009, 5, 567 ss.

[9] Nel testo convertito dalla relativa legge di conversione 4 dicembre 2008, n. 190.

[10] Per cui v. PATTI, *I privilegi*, in *Trattato dir. civ. comm.* diretto da Schlesinger, Milano, 2003, 46.

[11] Ricorda CHIANALE, *Il privilegio generale immobiliare: un figlio della crisi finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 1, 82, a proposito dell'eccezionalità della norma, che l'unico altro caso di privilegio generale immobiliare fu disposto, a favore dello Stato, dall'art. 40 del D.Lgs.Lgt. 31 maggio 1945, n. 364, a garanzia dell'avocazione dei profitti di regime conseguiti in epoca fascista.

[12] Ricorda in generale, da ultimo, CASSESE, Le droit tout puissant et unique de la société. *Paradossi del diritto amministrativo*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 4, 887-888, che l'amministrazione non è sempre regolata dalla legge, essendovi delle parti che sfuggono ad essa, specialmente quando si deve intervenire in circostanze eccezionali con poteri di emergenza con riguardo a dei vuoti che il governo necessariamente riempie, richiamando al riguardo il recente saggio di VERMEULE, *Our Schmittian Administrative Law*, in 122 *Harvard Law Review*, 2009, 1098 ss.

[13] Per cui v., *ex multis*, ACKERMAN, *The Emergency Constitution*, in *Yale Law Journal*, 113 (2), 2004, 1029 ss.; FEREJOHN – PASQUINO, *The Law of Exception: A Tipology of Emergency Powers*, in *International Journal of Constitutional Law*, 2004, 210 ss.; GROSS, *Providing for the Unexpected: Constitutional Emergency Provisions*, in *Israel Yearbook on Human Rights*, Vol. 33, 2003, 13 ss.; FLICK, *I diritti fondamentali della persona alla prova dell'emergenza*, in *Giur. it.*, 2008, 3; FIORITTO, *L'amministrazione dell'emergenza fra autorità e garanzie*, Bologna, 2008; FABBRINI, *"The*

Prima di tentare di offrire un primo inquadramento sistematico, si procederà ad esaminare, a titolo esemplificativo, tre tipi di norme d'emergenza adottate, rispettivamente, a livello di legislazione primaria dello Stato, con la forma del decreto-legge; a livello di legislazione comunitaria, con la forma del regolamento (*de facto*, d'estrema urgenza); a livello di atto amministrativo interno, nella forma di delibera dell'autorità di vigilanza sui mercati finanziari.

Ciò al fine di considerare se tali fattispecie di norme d'emergenza si possano ricondurre, per i loro caratteri e i loro fini, ad una formula di stato di eccezione "conservativo" applicato all'economia.

2. Fra le misure d'emergenza adottate in Italia che incidono direttamente sull'esplicazione della libera iniziativa privata garantita dalla Costituzione appare emblematica, innanzitutto, la norma recata dall'art. 14, comma 6, del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, che ha autorizzato il regolamento dei fondi comuni di investimento speculativi, al fine di salvaguardare l'interesse e la parità di trattamento dei partecipanti, a prevedere che, sino al 31 dicembre 2009, nel caso di richieste di rimborso complessivamente superiori in un dato giorno o periodo al 15 per cento del valore complessivo netto del fondo, la società di gestione del risparmio possa sospendere il rimborso delle quote eccedente tale ammontare in misura proporzionale alle quote per le quali ciascun sottoscrittore ha richiesto il rimborso (cosiddetti *gates*). Le quote non rimborsate, in tal caso, vengono trattate come una nuova domanda di rimborso presentata il primo giorno successivo all'effettuazione dei rimborsi parziali[14].

Constitution is designed to survive, and remain in force, in extraordinary times": la sentenza Boumediene v. Bush, in *Quad. cost.*, 2009, 1, 105 ss.; OWENS – PELIZZO, *The Impact of the "War on Terror" on Executive-Legislative Relations: A Global Perspective*, in *The Journal of Legislative Studies*, 2009, 119 ss.

[14] Nei casi eccezionali in cui la cessione di attività illiquide del fondo, necessaria per far fronte alle richieste di rimborso, può pregiudicare l'interesse dei partecipanti, la società di gestione del risparmio

L'aspetto problematico sorge in merito all'applicazione delle nuove norme, in relazione a cui il comma 7 dell'art. 14 stabilisce che le modifiche al regolamento dei fondi per l'inserzione delle clausole previste dal comma 6, oltre ad entrare in vigore il giorno stesso dell'approvazione da parte della Banca d'Italia, siano applicabili anche alle domande di rimborso già presentate ma non ancora regolate[15].

In forza di tale disposizione, pertanto, il detentore di una quota di un fondo comune di investimento speculativo che avesse, già prima dell'emanazione della norma, presentato domanda di rimborso si potrebbe vedere negare dal gestore la soddisfazione del suo diritto al rimborso, ove non ancora regolato.

La *ratio* della norma trova fondamento nella situazione di crisi in cui versano i mercati finanziari, che ha determinato fra l'altro, nel settore del risparmio gestito, un consistente aumento delle domande di riscatto delle quote detenute nei fondi comuni di investimento[16].

In Italia, il grado di liquidità dei fondi speculativi, costituiti prevalentemente da fondi di fondi *hedge*, è andato deteriorandosi sempre più, per effetto sia del consistente aumento delle domande di riscatto, sia dell'attivazione di *gates* (*i.e.*, dilazionamento dei flussi di rimborso) o di

può inoltre deliberare la scissione parziale del fondo, trasferendo le attività illiquide in un nuovo fondo di tipo chiuso (cosiddetti *side-pockets*). Ciascun partecipante riceve un numero di quote del nuovo fondo uguale a quello che detiene nel vecchio fondo; il nuovo fondo non può emettere nuove quote e le quote del nuovo fondo vengono rimborsate via via che le attività dello stesso sono liquidate.

[15] Il comma 8 dell'art. 14 abroga poi i limiti massimi al numero dei partecipanti a un fondo speculativo previsti da norme di legge o dai relativi regolamenti di attuazione, mentre il comma 9 affida alla Banca d'Italia il compito di definire con proprio regolamento le norme attuative, con particolare riferimento alla definizione di attività illiquide, alle caratteristiche dei fondi chiusi di cui al comma 6, lettera *b)*, alle procedure per l'approvazione delle modifiche dei regolamenti di gestione dei fondi e all'ipotesi in cui a seguito dell'applicazione delle misure di cui al comma 6, siano detenute quote di valore inferiore al minimo previsto per l'investimento in quote di fondi speculativi. La Banca d'Italia vi ha dato attuazione con la delibera 16 dicembre 2008, n. 785 (pubblicata nella Gazzetta Ufficiale 22 dicembre 2008, n. 298).

[16] Per un confronto di tali dati possono utilmente consultarsi le rilevazioni mensili e i rapporti trimestrali realizzati da Assogestioni, l'associazione italiana del risparmio gestito (in *http://www.assogestioni.it*).

side-pockets (*i.e.*, il trasferimento delle porzioni illiquide del portafoglio in appositi veicoli) da parte dei fondi *hedge* esteri presenti *pro quota* nei portafogli dei fondi italiani[17]. La previsione degli specifici strumenti da parte dell'art. 14 del decreto-legge n. 185 del 2008 è stata quindi dal legislatore ritenuta necessaria per fare fronte a situazioni di mercato eccezionali, caratterizzate da scarsa liquidità ed elevata volatilità dei mercati, in modo tale da consentire alle società di gestione di modulare le richieste di rimborso delle quote dei fondi nel rispetto dell'interesse e della parità di trattamento dei partecipanti[18]. L'esigenza perseguita dal legislatore è quindi quella di assicurare, in situazioni di eccezionale tensione di liquidità nei mercati finanziari, il buon funzionamento dei fondi di investimento speculativi, salvaguardando l'interesse e la parità di trattamento dei partecipanti.

Nelle motivazioni del provvedimento di attuazione emanato dalla Banca d'Italia si evidenzia, per giustificare la misura, che nei casi di improvvisa riduzione del grado di liquidità delle attività detenute nei portafogli dei fondi e di un contestuale elevato numero di richieste di rimborso delle quote le società di gestione del risparmio (SGR) possono avere difficoltà a rimborsare i clienti, trovandosi obbligate a smobilizzare le attività illiquide "in assenza di un mercato che assicuri la formazione di prezzi affidabili"[19].

La misura adottata tenderebbe quindi, secondo le spiegazioni fornite nel provvedimento di attuazione dell'autorità di vigilanza, a non pregiudicare l'interesse dei partecipanti, consentendo che i partecipanti al fondo speculativo, le cui domande di rimborso non siano state regolate o liquidate prima della costituzione del nuovo veicolo, siano rimborsati, in proporzione alle attività trasferite nel *side-pocket*, in parte in denaro e in parte attraverso quote del nuovo fondo. In tali casi, i beneficiari delle attività oggetto

---

[17] Cfr. VALENTINI, *Rivoluzione hedge*, in *Milano Finanza*, 24 gennaio 2009, 25 e MESSIA, *Le insidie dei salvagenti di Banca d'Italia*, *ibidem*, 26.

[18] V. così la Premessa al Regolamento di attuazione della Banca d'Italia 16 dicembre 2008.

[19] V. così la Premessa al Regolamento di attuazione della Banca d'Italia 16 dicembre 2008.

dell'operazione di scissione continuano ad essere i medesimi partecipanti al fondo speculativo[20].

La norma autorizza il passaggio delle attività al *side-pocket* mediante una mera comunicazione ai partecipanti da parte della SGR, che comunica appunto tempestivamente ai partecipanti al fondo speculativo la decisione di istituire il *side-pocket* e trasmette agli stessi la relazione sulla istituzione del *side-pocket*.

Viene pertanto demandata ad una sola delle parti contraenti la decisione sulla sorte del destino del negozio di gestione patrimoniale, prevedendo la legge che con una mera dichiarazione unilaterale resa alla controparte possa venire modificato il regolamento contrattuale. Solo una motivazione di interesse generale molto forte, di tipo appunto "emergenziale", può consentire ad una legge di autorizzare una sola parte del contratto ad operare modifiche dello stesso immediatamente efficaci per la controparte.

Occorre al riguardo ricordare come la disciplina ordinaria in materia di fondi comuni di investimento sia diversa, relativamente sia all'efficacia delle modifiche regolamentari sia al diritto al rimborso delle quote.

Per quanto concerne il primo profilo, infatti, è previsto[21] che l'efficacia delle modifiche che incidono negativamente sui diritti patrimoniali dei partecipanti debba essere addirittura sospesa per almeno novanta giorni successivi alla pubblicazione della modifica stessa. In tali casi le modifiche, oltre che pubblicate, devono essere rese note tempestivamente ai partecipanti, ai quali è consentito di chiedere il rimborso delle quote senza applicazione delle commissioni di rimborso eventualmente previste

---

[20] Secondo quanto chiarito nella Premessa al Regolamento di attuazione della Banca d'Italia 16 dicembre 2008, il trasferimento al fondo chiuso degli OICR illiquidi detenuti dal fondo speculativo realizza un mutamento formale di proprietà, in quanto cambia il fondo detentore, ma restano invariati i beneficiari «sostanziali» (posto che i partecipanti al fondo chiuso e al fondo speculativo coincidono). In alcune giurisdizioni tale operazione può comportare una registrazione presso l'amministratore del fondo di «change of nominee» del «beneficial owner» e non di «change of beneficial ownership».

[21] Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, V.1.17.

dal regolamento. Sempre secondo la disciplina ordinaria[22], il regolamento può prevedere termini di efficacia ridotti qualora le modifiche realizzino un miglior funzionamento del fondo e siano realizzate nell'interesse dei partecipanti, in casi eccezionali, indicati nel regolamento, e qualora le modifiche vengano effettuate previo espletamento di una procedura, disciplinata nel regolamento, che preveda l'approvazione delle modifiche proposte da parte di una maggioranza qualificata dei partecipanti. Il regolamento può prevedere termini di efficacia immediata, ma solo nel caso in cui le modifiche determinino condizioni economiche più favorevoli per i partecipanti[23].

Con riguardo al diritto al rimborso delle quote, il regolamento del fondo prevede in via ordinaria che, nel caso sia necessario tutelare gli altri partecipanti, ove la richiesta di rimborso sia di importo rilevante, anche in relazione alla dimensione del fondo, ovvero sia ravvicinata rispetto alla data di sottoscrizione, il valore del rimborso sia determinato secondo modalità diverse da quelle ordinarie[24]. Il regolamento, in tale ipotesi, deve in ogni caso definire le soglie dimensionali al superamento delle quali si applicano tali modalità, il periodo intercorrente tra la data di sottoscrizione e quella di rimborso entro il quale quest'ultima si considera ravvicinata, i criteri seguiti nella determinazione del valore di rimborso, tenendo conto dell'esigenza di assicurare parità di trattamento ai partecipanti al fondo[25].

La disciplina ordinaria prevede inoltre che il regolamento indichi che il rimborso può essere sospeso nei casi, di natura eccezionale, riferiti in via generale a situazioni in cui le richieste di rimborso per la loro entità richie-

---

[22] Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, V.1.18.

[23] Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, V.1.18.

[24] Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, V.1.15.

[25] Nel caso di più richieste di rimborso di importo rilevante, dovrà essere rispettato l'ordine di ricezione delle stesse.

derebbero smobilizzi tali che, tenuto conto della situazione del mercato, potrebbero arrecare pregiudizio all'interesse dei partecipanti[26].

La disciplina ordinaria prevede quindi che vi possa essere sì una sospensione del diritto di rimborso, ma che questa debba essere già prevista dal regolamento iniziale del fondo e non già inserita nello stesso da una norma di legge che si applichi con efficacia retroattiva paralizzando i diritti soggettivi dei partecipanti ai rimborsi già richiesti.

E' importante notare che il decreto-legge n. 185 del 2008, preso evidentemente atto dell'eccezionalità dei poteri conferiti ad una sola delle parti del contratto, fa obbligo alla SGR, nel caso in cui intenda avvalersi della possibilità di rendere applicabili le modifiche regolamentari volte a introdurre i *gates* o i *side-pockets* alle domande di rimborso non ancora regolate o liquidate, di indicare tale intendimento nella delibera di approvazione nonché di specificare le ragioni per le quali essa ritiene che l'applicazione retroattiva di tali modifiche risponda all'interesse dei partecipanti, anche avendo presente l'esigenza di assicurare la parità di trattamento dei medesimi.

Occorre infine notare che la facoltà di applicazione retroattiva delle modifiche regolamentari è concessa dalla legge alla SGR dei fondi *hedge* soltanto in via temporanea e per un periodo di tempo predeterminato, in quanto la legge chiarisce che dopo il 31 dicembre 2009 le clausole volte a introdurre *gates* e *side-pockets* nei regolamenti dei fondi speculativi non potranno essere applicate con efficacia immediata, né alle domande di rimborso non ancora regolate o liquidate.

Questa prima norma d'emergenza sui mercati finanziari appare paradigmatica del carattere di eccezione proprio di tali norme, recando una sospensione del diritto di rimborso normalmente sussistente che può essere inquadrata nella più generale sospensione tipica dello stato di eccezione,

---

[26] Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio del 14 aprile 2005, V.1.16.

che in tali circostanze appare necessaria per preservare – non per sovvertire – l'ordine del mercato.

La norma è ovviamente al limite della tenuta di costituzionalità, in quanto interviene sul legittimo affidamento del contraente-investitore all'esecuzione del contratto già stipulato[27], ma questa è solo una conseguenza del vero carattere sostanziale della norma - che legittima in via autoritativa una sospensione del regolamento contrattuale - quale decisione di sospensione tipica dello stato d'eccezione "politico" applicato alla sfera dell'economia. Lo stesso presupposto della norma, consistente nell'esigenza di tutelare la *par condicio creditorum* tra i partecipanti al fondo, si differenza dalla finalità delle norme previste in tema di fallimento, in quanto nel caso in esame non si è realizzata ancora alcuna insolvenza, ma si mira a prevenire un tale effetto dai probabili esiti anche sistemici, ove i fondi si dovessero trovare, come nei casi di corsa agli sportelli delle banche, in presenza di un numero elevatissimo di domande di rimborso pressoché contemporanee che li costringesse a smobilizzare la totalità delle quote detenute, che determinerebbe un immediato calo dei relativi corsi azionari e l'acuirsi, per tale via, della crisi più generale già in atto nei mercati finanziari.

3. Con l'adozione del regolamento CE 15 ottobre 2008, n. 1004/2008 è stata approvata una modifica al principio contabile internazionale IAS 39 in materia di valutazione degli strumenti finanziari che consente, in rare circostanze – rientrando la crisi dei mercati in una di queste rare circostanze[28] – di riclassificare i titoli detenuti per la negoziazione valutati al *fair value* con rilevazione di utili e perdite a conto economico, nella categoria dei finanziamenti e crediti, valutati al costo ammortizzato, avvenendo in tal caso

---

[27] In tema v. in generale, da ultimo, GIGANTE, *Mutamenti nella regolazione dei rapporti giuridici e legittimo affidamento. Tra diritto comunitario e diritto interno*, Milano, 2008.

[28] V. così il *Considerando* n. 2 del regolamento CE n. 1004/2008.

il passaggio da una categoria all'altra al valore di mercato che presentavano tali attività alla data del 1° luglio 2008[29].

Come noto, i principi contabili internazionali (IAS) emanati dallo *International Accounting Standards Board* (IASB)[30] hanno accolto una valutazione delle attività possedute sulla base del cosiddetto "fair value", che lo IAS 32 e lo IAS 39 definiscono "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in un'operazione fra terzi", configurandosi così una valutazione al valore "di mercato" (letteralmente, "valore equo"). Le direttive comunitarie in materia di contabilità societaria sono state modificate dalla direttiva n. 2001/65/CE e da quelle successive per recepire lo IAS 39.

Attualmente, pertanto, il *fair value* costituisce il criterio generale per la stima delle attività detenute indicate dallo IAS 39, ai fini della formazione del bilancio secondo la dovuta rappresentazione veritiera e corretta, come richiesta dall'art. 2423, comma 2, c.c.

A seguito della crisi dei mercati finanziari, lo IASB e la Commissione europea hanno, con la modifica sopra riferita, rinunciato all'applicazione del principio contabile del *fair value*, che presupponeva di valutare le attività e le passività finanziarie, in presenza di mercati attivi con quotazioni e scambi giornalieri significativi, in base al valore di mercato.

---

[29] La decisione è stata adottata inizialmente dallo IASB, che ha approvato la modifica allo IAS 39 il 13 ottobre 2008; la Commissione europea ha completato il processo di omologazione ottenendo il parere tecnico dell'*European Financial reporting Advisory Group* (EFRAG) il 14 ottobre e il parere politico dell'*Accounting Regulatory Committee* (ARC) il 15 ottobre. Il regolamento (CE) n. 1004/2008 è stato quindi pubblicato in Gazzetta Ufficiale delle Comunità europee il 16 ottobre.

[30] Su alcune problematiche sollevate dall'applicazione dei principi contabili internazionali v. CAPRIGLIONE, *La valutazione della "partecipazione" nel capitale della Banca d'Italia alla luce dei principi contabili internazionali IAS-IFRS*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 5, 531 ss.; LEMMA, *L'applicazione del* fair value *alle banche: profili tecnico-economici e giuridici*, *ibidem*, 2006, 6, 723 ss.; TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, 4, 456 ss.; FORTUNATO, *Debiti contestati e principi contabili internazionali*, *ibidem*, 2008, 4, 583 ss.

In costanza della crisi, ovviamente, una tale valutazione appariva problematica, in quanto il mercato di riferimento non appariva riflettere i valori reali dei titoli presenti nei portafogli degli intermediari finanziari: pertanto, il principio del *fair value* ha dovuto cedere il passo all'esigenza di assicurare la stabilità del sistema finanziario evitando la prociclicità delle valutazioni di mercato in favore delle più stabili valutazioni al costo[31], poiché la valutazione dei titoli secondo i corsi azionari che avevano raggiunto i minimi storici non avrebbe consentito di redigere bilanci corretti, facendo apparire molte società sottocapitalizzate.

La norma comunitaria, pertanto, appare mutare, in via eccezionale, la regola ordinaria di mercato – pure sempre eteroposta dalla legge[32] – del *fair value*, consentendo agli operatori di accedere ad una valutazione effettuata con criteri diversi e distanti dal valore attuale di scambio.

4. La Consob, nella veste di autorità di vigilanza nazionale sui mercati finanziari, ha vietato per un periodo di tempo determinato, con diverse deliberazioni consecutive[33], la pratica del cosiddetto *short selling* per alcune categorie di azioni, disponendo in particolare che la vendita di azioni di banche e imprese di assicurazioni quotate nei mercati regolamentati italiani e ivi negoziate dovesse essere assistita dalla disponibilità ovvero anche dalla proprietà dei titoli da parte dell'ordinante al momento dell'ordine e

---

[31] Cfr. LAUX – LEUZ, *The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate*, April 2009, Chicago Booth Research Paper No. 33; FIECHTER, *Application of the Fair Value Option under IAS 39: Effects on the Volatility of Bank Earnings*, May 2009, consultabile sul sito *http://ssrn.com/abstract=1392207*.

[32] Intendendosi sempre il mercato non come un *locus naturalis*, bensì come un *locus artificialis*, plasmato dal diritto che, in conseguenza di decisioni politiche, conferisce "forma" all'economia: il riferimento è, ovviamente, a N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Roma-Bari, 1998.

[33] Il divieto si applicava, in origine (cfr. delibera 22 settembre 2008, n. 16622 e le successive proroghe), alle vendite allo scoperto, effettuate sui mercati regolamentati italiani, di azioni di banche e imprese di assicurazioni quotate nei mercati regolamentati italiani medesimi. La Consob, dopo aver avviato una consultazione con gli operatori di mercato sul tema della disciplina di trasparenza in materia di posizioni scoperte, con la delibera n. 16971 del 28 luglio 2009 ha deciso di non confermare il regime temporaneo di divieto di cui alla più recente delibera n. 16904 del 27 maggio 2009, che scadeva il 31 luglio 2009.

fino alla data di regolamento dell'operazione vietando, sostanzialmente, la vendita non assistita dalla disponibilità del titolo (*short selling* ovvero vendita allo scoperto)[34].

La Consob ha precisato che per vendita allo scoperto si deve intendere una vendita non supportata dal "diritto a ricevere", entro la data di regolamento della vendita medesima, i titoli oggetto della vendita. Il "diritto a ricevere" i titoli si può acquisire, fra l'altro, previa ricezione della conferma dell'esecuzione di un precedente ordine di acquisto, anche eseguito fuori mercato, previo esercizio della facoltà di *recall* di titoli precedentemente dati a prestito nonché previo esercizio di *stock options*[35].

Si ribadiva in particolare da parte dell'autorità la necessità, al fine di non incorrere nella fattispecie di vendita allo scoperto, che le suddette modalità attribuissero il "diritto a ricevere" i titoli entro la data di regolamento della vendita medesima. Una vendita basata su di un'operazione di prestito titoli veniva quindi considerata una vendita alla scoperto. Contestualmente, è stato demandato alla società di gestione dei sistemi di compensazione e liquidazione di adottare ogni misura per prevenire manovre speculative che potessero avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi del-

---

[34] Per una fattispecie di contratto di vendita allo scoperto v. IURILLI, Short selling, *intermediazione finanziaria, asimmetrie informative ed esperienza dell'investitore*, in *Resp. civ.*, 2006, 10, 795 ss.

[35] La prassi della vendita allo scoperto, come noto, si verifica usualmente nei mercati finanziari, quale operazione finanziaria che consiste nella vendita di titoli non posseduti dal cedente e per i quali, al momento della vendita, non è stato raggiunto un accordo sull'acquisizione dei titoli a favore del compratore. Chi compie una vendita allo scoperto è però obbligato, entro una certa scadenza, ad acquistare e consegnare i titoli ceduti al compratore, acquistando i titoli dovuti dopo la vendita, ma prima della scadenza dell'obbligo di consegna, ovvero prendendo in prestito un ammontare equivalente di titoli prima che essi entrino in vendita, ovvero in un momento compreso tra la vendita e l'obbligo di consegna. Tuttavia, spesso i venditori non si accordano con i compratori sulla consegna dei titoli (prima o dopo la normale data di conclusione del contratto), e lasciano che la propria posizione rimanga "aperta" finché lo consentono le regole del mercato, ovvero finché il mercato o le regole sulla conclusione dei contratti non ne impongano la chiusura. Il venditore ha così la possibilità di realizzare un lucro sul prezzo dei titoli, ove preveda che essi abbiano un andamento al ribasso, e pertanto mira a conservare una posizione "aperta" il più a lungo possibile.

le azioni di società bancarie e assicurative (in particolare, con riferimento agli strumenti finanziari derivati)[36].

Il rischio del venditore – che può acquistare subito i titoli da rivendere, ovvero prenderli in prestito – che opera "allo scoperto" consiste nella mancanza di limiti alla perdita potenziale, in quanto il prezzo dei titoli da acquisire a favore del compratore – già venduti – può elevarsi senza limiti. I potenziali benefici dello *short selling* si riverberano sul sistema dei prezzi, in termini di efficienza della loro formazione, e sull'approvvigionamento di liquidità da parte dei *traders*.

Secondo un primo Rapporto del Comitato Tecnico dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) del 2003, l'istituto non è codificato né regolamentato dalla legislazione nazionale di numerosi paesi. Per quanto concerne la disciplina della vendita allo scoperto in Italia, prima dell'apposita delibera di divieto assunta dalla Consob non esisteva una regolamentazione di natura pubblicistica relativa alla vendita allo scoperto[37]. Il provvedimento di divieto era volto, nelle intenzioni dell'autorità di

---

[36] La Consob aveva peraltro escluso l'applicazione di tali disposizioni all'attività posta in essere, nello svolgimento della propria funzione, dai *market maker* di cui all'art. 1, comma 5-*quarter*, del Testo unico della finanza (TUF) di cui al d.lgs. n. 58 del 1998 nonché all'attività svolta nei mercati regolamentati dagli specialisti e dai *liquidity provider*, così come definiti nell'ambito del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana. Si tratta, rispettivamente, dei soggetti che in modo organizzato, frequente e sistematico negoziano per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione (articolo 1, comma 5-*quater* del TUF) nonché degli operatori specialisti sul mercato telematico azionario (MTA), incaricati dall'emittente di sostenere la liquidità degli strumenti azionari quotati. Per quanto riguarda i *market makers*, la Consob aveva specificato che l'esenzione era valida limitatamente all'attività posta in essere nell'ambito dello svolgimento di tale funzione. Analogamente, il divieto non si applicava agli specialisti e ai *liquidity provider* purché l'attività fosse posta in essere nello svolgimento della loro funzione nei mercati regolamentati.

[37] Si ricorda che solo il Regolamento di Borsa (titolo 3.3, recante le regole di condotta e rapporto tra operatori e Borsa Italiana), all'articolo 3.3.1, ultimo comma, dispone che gli operatori si dotino di efficaci forme di controllo, al fine di monitorare le posizioni contrattuali assunte sul mercato ed evitare situazioni che possano ostacolare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la regolare liquidazione dei contratti presso i sistemi di regolamento. In particolare, gli operatori devono attuare precise strategie al fine di assicurare il regolamento dei contratti. Nel caso in cui ravvisino di non essere più in grado di liquidare nei termini previsti i contratti conclusi su uno strumento finanziario, gli operatori possono compiere nuove operazioni di vendita di tale strumento - in conto proprio o per conto di singoli clienti - solo se assistite da forme di copertura che assicurino la disponibilità degli

vigilanza, a garantire la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, ritenuto che fosse necessario evitare che si indirizzassero sui mercati nazionali manovre speculative che avrebbero potuto avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni di società bancarie e assicurative. Non era previsto alcun regime di comunicazione, al mercato o all'Autorità, delle vendite allo scoperto.

La Consob giustificava la sua legittimazione a vietare una tale forma di vendita di azioni richiamando innanzitutto, nelle premesse alle delibere[38], l'art. 74, commi 1 e 3, del testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. n. 58 del 1998 (TUF), che assegna alla stessa Consob il compito di vigilare sui mercati regolamentati al fine di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori adottando, in caso di necessità e urgenza e per le finalità indicate, i provvedimenti necessari, nonché l'art. 21, comma 1, lettera *a)*, dello stesso TUF, che richiede ai soggetti abilitati, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessorie, di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati.

In aggiunta alle norme dell'ordinamento interno che avrebbero dovuto legittimare il suo potere di vietare una forma di vendita di azioni, la Consob richiamava le misure eccezionali relative alle vendite allo scoperto sui mercati, adottate in data 18 settembre 2008 dalle Autorità statunitensi e britanniche in relazione alla grave situazione dei settori finanziari nonché le misure restrittive delle vendite allo scoperto riferite ai titoli del settore bancario ed assicurativo adottate, alla data del 22 settembre 2008, dalle competenti Autorità in Irlanda, Germania, Francia, Lussemburgo, Belgio e Olanda. La Consob ricordava inoltre come, a livello internazionale, il *Committee of European Securities Regulators* (CESR) avesse reso nota la propria attività di coordinamento degli interventi sulle vendite allo scoper-

strumenti finanziari nella stessa giornata di liquidazione prevista per l'operazione di vendita.

[38] Cfr. in particolare la prima delibera 22 settembre 2008, n. 16622.

to nei Paesi dell'Unione, anche al fine di combattere fenomeni di abuso di mercato[39].

Tutto ciò premesso, la Consob aveva quindi ritenuto di emanare il provvedimento di divieto per garantire la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori, al fine di "evitare che manovre speculative che possono avere per effetto una riduzione anomala dei prezzi delle azioni di società bancarie e assicurative si indirizzino sui mercati nazionali"[40].

Su tali effetti dello *short selling*, tuttavia, gli studi degli economisti riflettono opinioni tuttora contrastanti[41]: infatti, a fronte di alcuni che ritengono che l'effetto tipico dello *short selling* nel corso di crisi di liquidità *intraday* sia una destabilizzazione dei prezzi[42], numerosi altri studi evidenziano come la pratica dello *short selling* contribuisca ad aumentare l'efficienza informativa incorporata nei prezzi[43] e come i prezzi incorporano le informazioni più velocemente nei Paesi dove tale prassi è permessa[44].

---

39 V. il comunicato stampa del CESR del 19 settembre 2008.

40 Cfr. la premessa alla delibera 22 settembre 2008, n. 16622.

41 In materia v., *ex multis*, PLATT, *A. Fuller Theory of Short Selling*, February 2002, Northeastern University Business Working Paper No. 2002 02 20, available at *http://ssrn.com/abstract=301321*; OFFICE OF ECONOMIC ANALYSIS - U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Economic Analysis of the Short Sale Price Restrictions Under the Regulation SHO Pilot*, February 2007, in *http://www.sec.gov/news/studies/2007/regshopilot020607.pdf*; BLAU – VAN NESS – VAN NESS – WOOD, *Short Selling in Volatile Markets*, January 2009, available at *http://ssrn.com/abstract=1325430*; SHKILKO – VAN NESS – VAN NESS, *Price-Destabilizing Short Selling*, March 2008, AFA 2008 New Orleans Meetings Paper, available at *http://ssrn.com/abstract=971210*; BOEHMER – WU, *Short Selling and the Informational Efficiency of Prices*, November 2008, available at *http://ssrn.com/abstract=972620*; CURTIS – FARGHER, *Does Short-Selling Amplify Price Declines or Align Stocks with Their Fundamental Values?*, December 2008, available at *http://ssrn.com/abstract=817446*; BRIS – GOETZMANN – ZHU, *Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the World*, September 2004, Yale ICF Working Paper No. 02-45, available at *http://ssrn.com/abstract=357800*; SHEEHAN, *Principled Regulatory Action? The Case of Short Selling*, March 2009, available at *http://ssrn.com/abstract=1368531*; GRUENEWALD – WAGNER – WEBER, *Emergency Short Selling Restrictions in the Course of the Financial Crisis*, August 2009, available at *http://ssrn.com/abstract=1441236*; SHEEHAN, *Principled Regulatory Action? The Case of Short Selling*, March 12th 2009, consultabile al sito *http://ssrn.com/*.

42 SHKILKO – VAN NESS – VAN NESS, *Price-Destabilizing Short Selling*, cit.

43 BOEHMER – J. WU, *Short Selling and the Informational Efficiency of Prices*, cit.

44 BRIS – GOETZMANN – ZHU, *Efficiency and the Bear: Short Sales and Markets around the*

Il provvedimento amministrativo con cui la Consob ha posto il divieto di *short selling* appare assumere, in ogni caso, connotati eccezionali nell'ordinamento italiano, in quanto è solo la legge che di solito può porre limiti alla capacità delle parti private di procedere alla vendita di merci, quale espressione specifica della più generale libertà di iniziativa economica che è tutelata direttamente dall'art. 41 della Costituzione[45].

Al riguardo, occorre anzi ricordare come costituisca principio generale dell'ordinamento la libera commerciabilità dei beni, che, nella norma recata dall'art. 1379 del codice civile - a mente della quale il divieto di alienare stabilito per contratto ha effetto solo tra le parti e non è valido se non è contenuto entro convenienti limiti di tempo e se non risponde a un apprezzabile interesse di una delle parti[46] – emerge con altri due fondamentali indirizzi del sistema privatistico, quali il principio che richiede un interesse apprezzabile, tale da giustificare il riconoscimento giuridico del patto intervenuto fra i privati[47], e la regola per cui l'obbligo di non alienare vale esclusivamente entro convenienti limiti di tempo, espressione, a sua volta, di un generale sfavore verso la perpetuità dei vincoli obbligatori.

In particolare, la norma recata dall'art. 1379 del codice civile, con riguardo alla garanzia della libera circolazione dei beni che la giurisprudenza ritiene essere espressione di un principio di portata generale[48], viene

---

World, cit.

[45] Essendo criticabile, ad avviso di chi scrive, l'ampiezza del ruolo ormai rivestito dalle autorità indipendenti ai fini della disciplina dei contratti, assumendo l'attività amministrativa di tali autorità un valore normativo sempre maggiore per le parti dei contratti conclusi nei settori di riferimento: al riguardo v., di recente, i saggi contentu in GITTI (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, Bologna, 2006.

[46] Sulla disposizione recata dall'art. 1379 c.c. v., *ex multis*, MARINI, *Libertà di contrarre e divieto di alienazione*, in *Vita Notarile*, 1985, 428 ss.; CAPONE, *Profili teorico-applicativi del divieto di alienazione*, *ibidem*, 1986, 1386 ss.; FUNAJOLI, *Divieto di alienazione*, in *Enc. dir.*, XIII, 401 ss.; ANDREA, *L'inapplicabilità dell'art. 1379 c.c., al divieto testamentario di alienazione*, in *Famiglia, Persone e Successioni,* 2007, 12, 1013 ss.

[47] Cfr. BRANCA, *Divieto di alienazione ed interesse apprezzabile*, in *Foro Padano*, 1952, I, 727 ss.; ID., *Ancora sull'interesse apprezzabile nel divieto di alienazione*, *ibidem*, 1953, I, 29 ss..

[48] Ad esempio, ritiene Cass., sez. I, sentenza 11 aprile 1990, n. 3082 (Faraldi c. Comune di Ospedaletti), che "la norma dell'art. 1379 c.c. con riguardo alle condizioni di validità - limite

considerata da parte della dottrina non solo una mera esigenza economica, bensì un vero e proprio principio di ordine pubblico. Il disfavore dell'ordinamento nei confronti delle limitazioni alla capacità di vendere i beni propri è testimoniato anche dalla recente inclusione, ad opera dell'art. 33 del d.lgs. n. 206 del 2005, recante il Codice del consumo, nel novero delle cosiddette clausole vessatorie dei contratti tra professionista e consumatore di quelle previsioni contrattuali che stabiliscono restrizioni alla libertà contrattuale nei rapporti con i terzi.

Anche con specifico riguardo ai limiti alla circolazione delle azioni, la norma recata dall'art. 2355-*bis* c.c. appare deporre in tal senso, stabilendo che nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, solo per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento[49].

In definitiva, si ricava che la libera circolazione dei beni è la regola, e la sua limitazione è l'eccezione, che può essere posta solo da una norma di legge e non, in via ordinaria, da un provvedimento amministrativo di carattere discrezionale che ricava una legittimazione soltanto dubbia dalle

---

temporale di durata, rispondenza ad apprezzabile interesse di una parte - del divieto convenzionale di alienare, si applica, essendo espressione di un principio di portata generale, anche a pattuizioni che, come quelle contenenti un vincolo di destinazione, se pur non puntualmente riconducibili al paradigma del divieto di alienazioni, comportino, comunque, limitazioni altrettanto incisive del diritto di proprietà.".

[49] Sulla scorta di tali principi, la giurisprudenza ha ad esempio stabilito, seppur prima della riforma recata dal d.lgs. n. 6 del 2003, che l'obbligo di non cedere le proprie azioni se non a soggetto munito di determinate qualità (nella specie, società fiduciaria), che il socio di una società assuma sulla base di accordo con gli altri soci, non può influire, in caso d'inosservanza, sulla validità dell'atto di trasferimento di quei titoli in favore del terzo estraneo all'accordo stesso (Cass., sez. 1, sentenza 15 novembre 1993, n. 11278, Cartoni c. Soc. Editoriale L'Espresso). In dottrina v. CARNEVALI, *Clausole limitative sul trasferimento di azioni*, in *Le Società*, 1992, n. 8, 1087 ss.; A. FIGONE, *Limiti statutari alla circolazione delle azioni*, *ibidem*, 1997, n. 11, 1304 ss.; PENE VIDARI, *Osservazioni in tema di patti limitativi della circolazione delle azioni*, in *Giur. it.*, 1997, 1, 23 ss.

norme di legge attributive di poteri regolamentari, pure assai ampi ma generici, all'autorità che lo ha emanato[50].

In particolare, per quanto riguarda i regolamenti della Consob[51], si è osservato come il rapporto tra la norma primaria e la norma regolamentare assomiglia in qualche modo a quello che intercorre tra la legge di delegazione legislativa e la legge delegata, trattandosi tuttavia in tal caso di una delega non limitata nel tempo, il cui esercizio si consuma con l'emanazione del complesso di disposizioni, ma di una delega permanente a disciplinare determinate aree di competenza[52], creando una situazione che si risolve in definitiva con l'occupazione di spazi normativi di solito riservati alla legge[53].

---

[50] La nota problematica dell'ampiezza e della legittimità costituzionale dei poteri regolamentari attribuiti nell'ordinamento italiano alle autorità indipendenti è troppo vasta per poter essere qui anche solo accennata: si va dagli Autori che ritengono opinabile, in un'ottica democratica, l'attribuzione ad autorità indipendenti di poteri di produzione giuridica al fine di sottrarli alla decisione politica dell'organo rappresentativo della volontà popolare [v. così, da ultimo, CARLASSARE, voce *Fonti del diritto (dir. cost.)*, in *Enc. dir.*, Annali, II, tomo 2, 549] agli Autori che, di contro, ritengono tale attribuzione legittima ed opportuna, sia per la competenza tecnica e la specializzazione settoriale delle Autorità che fa sì che il criterio di competenza si sostituisca, nell'ordinazione delle fonti in sistema, al criterio gerarchico (MARZONA, *Il potere normativo delle Autorità indipendenti*, in AA.VV., *I garanti delle regole*, Bologna, 1996, 101), sia per assicurare un più rapido adeguamento delle regole alla realtà del mercato rispetto ai tempi più lunghi che richiede, per l'emanazione delle relative norme, il procedimento legislativo ordinario. In tema v., da ultimo, MANETTI, *I regolamenti delle autorità indipendenti*, in *www.associazionedecostituzionalisti.it*, 22 settembre 2009.

[51] Sui quali v. almeno, nella vasta letteratura, GIANNINI, *Consob*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, a cura di Flick, Milano, 1987, 59 ss.; PREDIERI, *La posizione istituzionale della Consob nell'apparato amministrativo*, *ibidem*, 217 ss.; LAZZARA, *La potestà regolamentare della Commissione Nazionale per le società e la borsa in materia d'intermediazione finanziaria*, in *Riv. amm.*, 1995, 703 ss.; S. NICODEMO, *Gli atti normativi delle Autorità indipendenti*, Padova, 2000, 136 ss.; MERUSI - PASSARO, voce *Autorità indipendenti*, in *Enc. dir.*, Agg., VI, 2002, 186 ss.; A. SEGNI, *I mercati e i valori mobiliari*, in *Trattato di diritto amministrativo* diretto da S. Cassese, Milano, 2003, 2961 ss.; CAPRIGLIONE – MONTEDORO, voce *Società e Borsa (CONSOB)*, in *Enc. dir.*, Agg., VI, 2002, 1022 ss. Sulla potestà della Consob di attuare direttamente le direttive comunitarie di settore v. i rilievi di NICCOLAI, *I poteri garanti della Costituzione e le Autorità indipendenti*, Pisa, 1996, 203.

[52] RORDORF, *La Consob come autorità indipendente nella tutela del risparmio*, in *Foro it.*, 2000, 147.

[53] Così DE MINICO, *Antitrust e Consob. Obiettivi e funzioni*, Padova, 1997, 275, la quale rileva come tale situazione sia la traduzione in termini funzionali di una relazione intersoggettiva che vede, da un lato, il potere politico cedere una quota della propria azione di governo, benché settoriale, ai

In ogni caso, a prescindere dalla legittimazione dell'autorità di vigilanza a porre norme del genere, in quanto il divieto di *short selling* intervenga a modificare direttamente il meccanismo di libera formazione degli scambi sul mercato, eventualmente anche al ribasso, si porrebbe un problema di costituzionalità del divieto, ove non assistito da un contestuale soddisfacimento di un diverso, ovvero di una pluralità di interessi costituzionalmente rilevanti, quale in tal caso potrebbe essere la garanzia del buon funzionamento del mercato. Nei casi in cui la giurisprudenza costituzionale ammette la legittimità di meccanismi di determinazione dei prezzi diversi da quello della loro libera formazione dall'incontro delle volontà dei diversi contraenti sul mercato, si deve notare che comunque tali meccanismi vengono previsti in generale da norme di legge, e solo in via secondaria posti da provvedimenti amministrativi delle autorità di settore[54].

Sotto altro profilo, la legittimazione all'adozione di un simile provvedimento amministrativo, di natura ablativa di diritti soggettivi dei privati, non appare possa comunque essere ricavata dalle indicazioni e dagli indirizzi in materia dei *fora* internazionali (quali, nella specie, lo IOSCO[55]),

---

nuovi soggetti "politici", i quali, nel farla propria, esercitano un potere sostanzialmente politico attraverso atti amministrativi.

[54] Ad esempio, in materia di meccanismi di determinazione dei prezzi dei farmaci operata dalla legge, la Corte ha ricordato come "il sacrificio imposto ai produttori dalle norme impugnate non è, pertanto, tale da determinare una illegittima lesione della libertà di iniziativa economica. La sfera di autonomia privata, d'altra parte, non riceve dall'ordinamento una protezione assoluta, sì che la sua lamentata compressione nella determinazione del prezzo non è costituzionalmente illegittima quando si riveli preordinata a consentire il soddisfacimento contestuale di una pluralità di interessi costituzionalmente rilevanti. Nella specie, con l'imposizione dello sconto ai produttori, il legislatore persegue, in maniera né sproporzionata né inidonea, l'obiettivo di realizzare il contenimento della spesa sanitaria in vista del fine di utilità sociale costituito dalla garanzia del più ampio godimento del diritto alla assistenza farmaceutica, lasciando comunque all'imprenditore un più ridotto ma ragionevole margine di utile." [Corte cost., sentenza 7 luglio 2006, n. 279 (Pres. Marini, rel. Tesauro)]. Sulle discipline pubbliche dei prezzi v., da ultimo, AMOROSINO, *Diritto ed economia. Intersezioni e modelli*, Napoli, 2009, 27 ss.

[55] Da ultimo, lo IOSCO ha pubblicato un rapporto finale sulle *policies* da seguire nella regolazione dello *short selling*, dopo aver effettuato una consultazione con i regolatori di settore i i partecipanti al mercato (*Final Report on Regulation of Short Selling*, July 2009). In particolare, secondo il Rapporto una regolazione efficace del fenomeno dovrebbe seguire i seguenti principi: "a) short selling should be subject to appropriate controls to reduce or minimise the potential risks that could affect the orderly and efficient functioning and stability of financial markets; b) short selling

stante la loro non immediata vincolatività nell'ordinamento interno, a meno che non siano recepiti da apposite norme di legge ovvero da provvedimenti dell'autorità amministrativa di settore a ciò, dalla legge, delegata[56].

5. Nelle norme d'emergenza sui mercati finanziari che abbiamo fin qui esaminato, a livello di sistematica generale, anche se non risulta possibile rintracciarvi precipuamente la figura tradizionale dello stato di eccezione[57],

should be subject to a reporting regime that provides timely information to the market or to market authorities; c) short selling should be subject to an effective compliance and enforcement system; d) short selling regulation should allow appropriate exceptions for certain types of transactions for efficient market functioning and development.".

[56] La questione della legittimazione delle istituzioni finanziarie internazionali (quali il Fondo monetario internazionale, lo IOSCO, il *Financial Stability Board*, il Comitato di Basilea, etc.) a porre regole nelle materie di loro competenza e della vincolatività di tali regole negli ordinamenti interni dei singoli Stati è indagata, di recente, in BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Milano, 2007. Sulla questione della costituzionalità della norma che prevede la limitazione della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari introdotta dal d.lgs. n. 303 del 2006 in recepimento di raccomandazioni di istituzioni internazionali sia consentito il rinvio a SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, 2007, 425 ss. nonché, adesivamente, a RUSCICA, voce *Colpa della P.A.*, in *Digesto Disc. pubbl.*, Agg., Torino, 2008, 203. Per quanto concerne la materia del credito, l'istanza sovranazionale non è certo una novità recente: notava infatti già MAJORANA, *Il credito e le banche*, in *Primo trattato completo di diritto amministrativo*, a cura di Orlando, vol. VII, parte II, Milano, Società Editrice Libraria, 1914, 405, che "non è che fino a certo punto che non vi ha niun potere al di sopra dello Stato. Il credito è un fenomeno che si spinge a superare qualunque barriera locale; esso tende ad essere sempre più, non che nazionale, internazionale, cosmopolita, mondiale. Anche per acquistare la più modesta obbligazione di un Comune, può concorrere l'oro di un capitalista del più lontano punto del globo. Così di uno stato qualsiasi possono essere debitori altri Stati, e loro cittadini. D'onde, specie oggi, la possibilità di un'azione combinata di alcuni Stati, sopra uno stato moroso, il sindacato di alcune potenze riguardo alle cose della finanza e del credito di alcuno Stato.". In generale, sul diritto amministrativo globale e sul crescente ruolo dei giudici nella configurazione di un nuovo ordine globale v., da ultimo, CASSESE, *I tribunali di Babele. I giudici alla ricerca di un nuovo ordine globale*, Roma, Donzelli, 2009.

[57] Si fa qui riferimento, per la figura dello stato di eccezione, prescindendo dalle conclusioni cui giunge, ad una delle ultime trattazioni del tema che, benchè non prettamente giuridica, ne esamina sinteticamente ma puntualmente origini storiche, caratteri e limiti: AGAMBEN, *Stato di eccezione*, Torino, 2003, 14. Su tale trattazione (molto diffusa nella traduzione inglese: *State of Exception*, Chicago, University of Chicago Press, 2005) può vedersi la recensione di HUMPHREYS, *Legalizing Lawlessness: On Giorgio Agamben's* State of Exception, in *European Journal of International Law*, Vol. 17, no. 3, 2006, 677 ss. Una delle prime formulazioni della teoria dello stato di eccezione è, come noto, in C. SCHMITT, *Die Diktature*, Duncker & Humblot, München-Leipzig, 1921. Per più ampi e generali svolgimenti v., di recente, MARAZZITA, *L'emergenza costituzionale. Definizione e modelli*, Milano, 2003, part. 206 ss. nonchè, con riferimento all'applicazione del pensiero schmittiano al diritto statunitense, VERMEULE, *Our Schmittian Administrative Law*, cit.

come individuata in genere nei termini di una sospensione delle norme costituzionali che proteggono le libertà individuali e di un'erosione dei poteri del Parlamento, che si limita a ratificare i decreti-legge del Governo[58], se ne rintracciano tuttavia i fini e le modalità applicative, come se dalla sfera politica dove opera in genere la figura fosse ora traslata e applicata alla sfera dell'economia e dei mercati[59].

Lo stato di eccezione, inteso in termini di temporanea "sospensione del diritto", si può considerare come stato di eccezione in termini di diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni[60]: nei casi sopra esaminati, non solo le istituzioni politiche, ma anche quelle economiche, come il mercato.

Le varie norme d'emergenza sui mercati finanziari sono spesso al limite della compatibilità con i principi costituzionali proprio in quanto, secondo lo schema tipico dello stato di eccezione, tendono a conservare l'ordine giuridico-economico esistente anche a prezzo di una sua violazione, sul presupposto della necessità delle circostanze cui, con decisione politica, si intende fare fronte[61].

---

[58] AGAMBEN, *Stato di eccezione*, cit., 17; J.E. OWENS – PELIZZO, *The Impact of the "War on Terror" on Executive-Legislative Relations: A Global Perspective*, cit., 124. Nel Regno Unito, il *Banking Act 2009* ha previsto anche il potere del Tesoro di modificare retroattivamente le leggi (*Section 75*), attirando i rilievi critici in punto di legittimità costituzionale del Comitato sulla Costituzione della Camera dei Lords: v. al riguardo HOUSE OF LORDS – SELECT COMMITTEE ON THE CONSTITUTION, *Banking Act 2009: Supplementary report on retrospective legislation*, May 18th 2009 e l'allegata *Appendix: Correspondence on the Banking Act 2009*.

[59] Fa un cenno al fatto che, a livello comunitario, laddove attualmente non è dato andare oltre il mero coordinamento dell'azione dei Governi dei singoli Stati membri, sarebbe necessaria l'emersione di un potere schmittiano di decisione sullo stato d'eccezione MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, 1, 73.

[60] Diritto soggettivo dello Stato naturale o costituzionale: cfr. AGAMBEN, *Stato di eccezione*, cit., 33.

[61] Infatti è sempre una decisione politica che indirizza e piega il presupposto della necessità al fine voluto, in senso conservativo ovvero sovversivo: rifletteva al riguardo BALLADORE-PALLIERI, *Diritto costituzionale*, 1970, 168, che "il concetto di necessità è un concetto tutto subiettivo, relativo allo scopo che si vuole raggiungere. Potrà dirsi che la necessità detta l'emanazione di una data norma, perché altrimenti minaccia rovina l'ordine giuridico esistente; ma bisogna essere concordi sul punto che l'ordine esistente va conservato. Potrà da un moto rivoluzionario proclamarsi la necessità di una norma nuova che annulli istituti vigenti contrari alle nuove esigenze [...] il ricorso alla necessità

Il carattere "conservativo" dello stato d'eccezione riecheggia, in sostanza, una figura tipica del diritto pubblico romano, il *Senatus consultum ultimum*, detto anche *Senatus consultum de re publica defendenda*, consistente in un decreto che il Senato di Roma soleva adottare come *extrema ratio* per la difesa dello Stato nei casi di emergenza[62]. Con il *Senatus Consultum ultimum* venivano conferiti ai magistrati investiti dell'*imperium* o a un capo militare poteri semi-dittatoriali, mediante l'esercizio dei quali essi avevano il compito di restaurare l'ordine violato e di difendere, in generale, lo Stato dal pericolo incombente.

L'effetto tipico derivante dall'adozione del *Senatus consultum ultimum*, quale misura d'emergenza, era la sospensione delle guarentigie previste dalle leggi vigenti[63]: per questo, oltre che per altre ragioni[64], si ritiene da parte della dottrina romanistica che esso segni un costante strappo alla costituzione[65]. Una tale incostituzionalità, tuttavia, viene giustificata dalla *ratio* che informava il *Senatus consultum ultimum*, il cui fine precipuo, come si evince dalla sua stessa formula, era quello di affidare poteri

---

implica una valutazione morale o politica (o, comunque, extragiuridica) per la quale si giudica l'ordine giuridico e lo si ritiene degno di conservazione o di potenziamento anche a prezzo di una sua eventuale violazione.". Sulla necessità quale presupposto della produzione di norme giuridiche v., in generale, T. PERASSI, *Necessità e stato di necessità nella teoria dommatica della produzione giuridica*, in ID., *Scritti giuridici*, 1, Milano, 1958, 191 ss.; GRASSO, voce *Necessità (diritto pubblico)*, in *Enc. dir.*, XXVll, Milano, 1977, 866 ss.; ANGIOLINI, *Necessità ed emergenza nel diritto pubblico*, Padova, 1986.

[62] Ricorda i vari casi di emergenza in occasione dei quali fu adottato un *Senatus consultum ultimum* C. BARBAGALLO, *Una misura eccezionale dei Romani. Il Senatus-consultum ultimum*, Roma, Loescher, 1900, 53. Sulla competenza ordinaria del Senato v., in generale, MOMMSEN, *Disegno del diritto pubblico romano*, trad. it. di Bonfante, 2ª ed. a cura di Arangio-Ruiz, Milano, 1943, 383 ss.

[63] BARBAGALLO, *Una misura eccezionale dei Romani. Il Senatus-consultum ultimum*, cit., 54.

[64] Fra i motivi di incostituzionalità accessori si rileva il fatto che nessun *Senatus-consultum* poteva divenire esecutorio, se non dopo il suo deposito presso l'*aerarium Saturni*, mentre il *Senatus-consultum ultimum* diveniva esecutivo immediatamente dopo la sua votazione da parte del Senato (BARBAGALLO, *Una misura eccezionale dei Romani. Il Senatus-consultum ultimum*, cit., 90); il fatto che ogni decisione del Senato non era imperativa per i capi del potere esecutivo, mentre il *Senatus-consultum ultimum* era dotato di propria forza imperativa; il fatto che il Senato non ricorresse al potere esecutivo per l'attuazione del *Senatus-consultum ultimum*, come avvenne nel 43 a.C. allorchè il Senato trasmise direttamente i suoi ordini alle milizie della capitale (BARBAGALLO, *Una misura eccezionale dei Romani. Il Senatus-consultum ultimum*, cit., 85).

[65] BARBAGALLO, *Una misura eccezionale dei Romani. Il Senatus-consultum ultimum*, cit., 84.

straordinari affinché lo Stato non subisse alcun danno ("ne quid detrimenti res publica capiat"). Le formule del *Senatus consultum ultimum* che ci sono state tramandate dalle fonti sono diverse[66], ma tutte appaiono esplicative della finalità dello strumento, consistente nell'approntare una misura pure eccezionale per salvare la Repubblica.

Parimenti, nell'attuale crisi dei mercati finanziari le norme d'emergenza dovrebbero tendere a conservare la forma del libero mercato e a salvaguardare dalle conseguenze della crisi finanziaria la tenuta della formula dell'"economia sociale di mercato", così come configurata dalla scelta dei Costituenti e dall'evoluzione della Costituzione vivente[67], anche a seguito della piena attuazione dei Trattati europei.

Come insegna chiaramente autorevole dottrina, l'analisi delle misure di emergenza adottate per contrastare la crisi finanziaria deve partire dal presupposto che è "ormai irrinunciabile la riferibilità alla logica del mercato, affermatasi a seguito di un processo evolutivo che è durato oltre mezzo secolo, per cui necessita assumere un atteggiamento di massima cautela nella definizione di modifiche disciplinari che aiutino a superare l'attuale crisi"[68]; di modo che l'individuazione dei possibili rimedi "non potrà pre-

---

[66] Ad esempio, per quanto riguarda il *Senatus consultum ultimum* adottato nel 49 a.C., si può ricordare quanto riferito da Giulio Cesare: "Decurritur ad illud extremum atque ultimum senatus consultum, quo nisi paene in ipso urbis incendio atque in desperatione omnium salutis sceleratorum audacia numquam ante descensum est: dent operam consules, praetores, tribuni plebis, quique pro consulibus sint ad urbem, ne quid res publica detrimenti capiat" (CESARE, *De Bello Civili*, 1, 5, ed. Nisard, Paris, 1865).

[67] Nel significato indicato da BARTOLE, *Interpretazioni e trasformazioni della Costituzione repubblicana*, Bologna, 2004, 411, secondo cui la Costituzione vivente, oggi utilizzata, è fatta di disposizioni scritte costituzionali e legislative, delle interpretazioni ad esse date con le connesse elaborazioni concettuali, delle fonti materiali del diritto emerse nelle prassi degli organi governanti, delle sentenze della Corte costituzionale e dei giudici ordinari.

[68] CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, cit., 4, il quale osserva inoltre che "i rimedi in corso di definizione finiscono, sul piano delle concretezze, col dare l'avvio ad un potenziamento del ruolo degli Stati (e, dunque della politica) *in subiecta materia*. Da questo potrebbe conseguire un ridimensionamento dei vantaggi connessi alla realtà di mercato, faticosamente conseguiti in tempi recenti, per non dire (addirittura) del paventabile pericolo di un anacronistico ritorno a forme esasperate di assistenzialismo. Da non escludere, in detto contesto, il riferimento ad implicazioni negative sul processo di integrazione europea: l'ipotesi di una sua "battuta d'arresto" – o, quanto meno, di "una pausa di riflessione" – sembra emergere dalla previsione di alcuni interventi che

scindere dall'adozione di politiche economiche in linea con i principi di mercato e, dunque, finalizzate a mantenere ferma la logica concorrenziale e l'apertura al libero scambio."[69].

In casi normali l'ordinamento appresta tutta una serie di norme per assicurare il cosiddetto "buon funzionamento del mercato", che costituisce presupposto della loro adozione e della loro legittimità. La nozione di "regolare funzionamento del mercato"[70] viene infatti presa in considerazione dal diritto positivo come requisito legittimante l'esercizio di poteri dell'autorità di vigilanza nei confronti del mercato: ad esempio, l'art. 146 del testo unico bancario di cui al d.lgs. n. 385 del 1993 affida alla Banca d'Italia il compito di promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di

---

incidono in via diretta sui capisaldi del sistema concorrenziale della Comunità (si pensi al divieto degli "aiuti di Stato"). [...] Da qui la considerazione di carattere generale che ogni intervento ipotizzabile in materia dovrebbe, comunque, avere carattere transitorio e, dunque, efficacia limitata nel tempo, (stante l'eccezionalità degli eventi che ne sono a fondamento). Non v'è dubbio che i risultati attesi dalle misure che possono essere assunte sarebbero vanificati qualora una prolungata applicazione di regole derogatorie rispetto all'attuale disciplina della materia finanziaria dovesse risolversi a danno delle "conquiste" normative cui al presente il nostro sistema è pervenuto. Un'eventualità siffatta, come dianzi si è precisato, farebbe venir meno i frutti di un impegno comune (e, dunque, di una laboriosa maturazione culturale), incidendo negativamente sui livelli raggiunti dalla nostra civiltà giuridica.".

[69] CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, cit., 50. Sull'atteggiarsi del ruolo dello Stato nel contesto della crisi dei mercati finanziari v. NAPOLITANO, *Il nuovo* Stato salvatore*: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale dir. amm.*, 2008, 11, 1083 ss. nonché, in particolare sulla questione del monitoraggio affidato dalla legge ai prefetti sull'attività di finanziamento delle banche nei confronti di imprese e privati, TORCHIA, *Il "finanziamento dell'economia", ovvero dell'eterogenesi dei mezzi*, *ibidem*, 2009, 4, 441 ss.

[70] Per cui v. già TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, 48 ss. nonché, nella dottrina straniera, di recente, MÉADEL, *Les marchés financiers et l'ordre public*, Paris, L.G.D.J., 2007, *passim*, la quale ricorda che il concetto di "interesse del mercato" si rinviene, ad esempio, nei regolamenti delle società di gestione dei mercati regolamentati. Euronext Paris, ad esempio, quando un emittente chiede che i propri titoli vengano ammessi ai mercati regolamentati, può, "nell'interesse del mercato", accettare, rifiutare o subordinare l'ammissione dello strumento finanziario alle condizioni particolari comunicate all'emittente. L'Autrice ricorda anche l'art. L. 441-1 del *Code monétaire et financier*, allorchè stabilisce che il ministro dell'economia può, "nell'interesse del buon funzionamento di un mercato regolamentato", chiedere al giudice di sospendere, fino alla regolarizzazione della situazione, l'esercizio dei diritti di voto collegati alle azioni della società.

pagamento, potendo a tal fine emanare disposizioni volte ad assicurare sistemi di compensazione e di pagamento efficienti e affidabili[71].

Nei casi invece di grave e perdurante crisi dei mercati, le norme derogatorie pure giustificate dall'interesse del mercato e dall'esigenza di garantirne il buon funzionamento e già previste dall'ordinamento vigente non appaiono più sufficienti, sì che il diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni economiche legittima l'adozione delle necessarie norme d'emergenza che configurano il relativo stato d'eccezione: questo così come, più in generale, il diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni giuridiche e sociali legittima l'adozione delle relative norme d'emergenza che danno vita alla situazione di stato d'eccezione "tradizionale".

Ove si riconosca, quindi, la sussistenza di un diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni economiche, l'esercizio di questo diritto varrà a bilanciare, più che il ricorso al solo parametro rappresentato dall'art. 47 Cost., le deroghe alle garanzie, anche di livello costituzionale, che comportano le norme d'emergenza configuranti lo stato d'eccezione[72], che si connota così per il suo carattere "conservativo" dell'ordinamento vigente e della forma attuale dei rapporti economici[73].

---

[71] Sul significato della locuzione "regolare funzionamento del sistema dei pagamenti" v. MANCINI, *Il sistema dei pagamenti e la banca centrale*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Padova, 2008, 1196.

[72] Le deroghe in parola incidono sostanzialmente, come si è visto dagli esempi riportati nei paragrafi precedenti, sulle garanzie che la Costituzione pone a tutela dei diritti patrimoniali dei cittadini, differenziandosi quindi dalla sospensione dei diritti di libertà personale che può causare lo stato d'emergenza nel diritto pubblico: per tale distinzione v. MEYLER, *Economic Emergency and the Rule of Law*, Cornell Legal Studies Research Paper No. 06-045, Ithaca (NY), 2007, portando fra l'altro l'esempio delle misure d'emergenza adottate in occasione della crisi finanziaria in Argentina nel 2001 e considerando come, in definitiva, la deroga o la violazione necessitata di diritti economici sia suscettibile di una successiva compensazione mediante un risarcimento tardivo, mentre così non è sempre, ovviamente, per la violazione dei diritti di libertà della persona (34-35).

[73] E', questo, il "limite di contenuto" dello stato d'eccezione che connota l'emergenza relativa, che, lungi dal poter affermare interessi e valori diversi da quelli normalmente riconosciuti dal diritto vigente, tende invece a riaffermare interessi e valori ordinari, pure con mezzi straordinari: v. così MARAZZITA, *L'emergenza costituzionale. Definizione e modelli*, cit., 239.

E' noto, infatti, come la giurisprudenza costituzionale più recente consideri l'enunciato recato dall'art. 47 Cost.[74] alla stregua di un principio al quale il legislatore ordinario deve sì ispirarsi, operando tuttavia al tempo stesso un necessario bilanciamento con gli altri interessi costituzionalmente rilevanti[75], in esercizio del tradizionale potere discrezionale del legislatore che incontra, secondo la Corte, il solo limite della contraddizione del principio stesso[76].

Nel caso delle norme d'emergenza sui mercati finanziari, il bilanciamento con il diritto soggettivo dello Stato alla conservazione delle proprie istituzioni economiche, come evolutivamente individuate dal patto sociale, vale a rendere legittime costituzionalmente tali norme, ove provviste del carattere di temporaneità. Nel diritto pubblico generale, infatti, le misure eccezionali, pure giustificate dall'emergenza, come quelle adottate a tutela dell'ordine democratico contro il terrorismo e l'eversione dell'ordine costituzionale, sono destinate a perdere legittimità se si protraggono ingiustificatamente nel tempo[77].

---

[74] Quale norma che, nell'ordinamento italiano, costituisce il fondamento costituzionale della *regulation* finanziaria: cfr. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2005, 3, 34 ss. Sull'interpretazione dell'art. 47 Cost. la letteratura è vasta: si va dal fondamentale commento di MERUSI, *Art. 47*, in *Commentario della Costituzione* a cura di Branca, Bologna-Roma, 1980, 15 ss. alla più recente voce di PISANESCHI, *Credito e risparmio*, in *Dizionario di diritto pubblico* diretto da S. Cassese, 1l, Milano, 2006, 1681 ss.

[75] Ad esempio, su tale, necessario bilanciamento tra l'enunciato dell'art. 47 Cost. e gli altri principi costituzionali rilevanti in materia di controllo pubblico della finanza innovativa sia consentito rinviare a SICLARI, *Profili costituzionali del controllo pubblico della finanza innovativa*, in ROSSANO – SICLARI (a cura di), *Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa*, Padova, 2006, 72 ss.

[76] V. così Corte cost., sentenza 25 febbraio 2002, n. 29 (Pres. Ruperto, red. Marini, annotata da DE BERNARDINI, *Il problematico vizio di illegittimità costituzionale dei decreti-legge ad efficacia differita*, in *Giur. cost.*, 2002, 264 ss.), punto 4.4 del *Considerato in diritto*, che richiama le sentenze della Corte costituzionale n. 19 del 1994 e n. 143 del 1995.

[77] V. così, *ex multis*, la sentenza della Corte costituzionale 14 gennaio 1982, n. 15 (Pres. Elia, rel. Ferrari), in *Giur. cost.*, 1982, 85 ss., con note di PACE, *Ragionevolezza abnorme o stato di emergenza?* e di CARLASSARE, *Una possibile lettura in positivo della sentenza 15*. Sul carattere dell'emergenza ovvero della transitorietà della normativa quale presupposto di sentenze della Corte costituzionale di rigetto o di inammissibilità, ovvero di incostituzionalità annunciata ma non dichiarata v. RUOTOLO, *La dimensione temporale dell'invalidità della legge*, Padova, 2000, 230 ss.

Proprio l'elemento della temporaneità costituisce, secondo la giurisprudenza della Consulta, la condizione della provvisoria legittimità costituzionale delle norme adottate, fin quando perduri l'emergenza che si intende contrastare: di modo che la dottrina individua precipuamente nella temporaneità delle norme la causa o ragione in sé sufficiente della loro legittimità costituzionale[78], in aggiunta al carattere di adeguatezza rispetto al fine perseguito[79].

Lo stato d'eccezione applicato all'economia, così come l'intervento dello Stato nel mercato[80], deve essere temporaneo, oltre che per le menzionate esigenze di legittimità costituzionale e per ragioni di sostenibilità degli interventi di sostegno governativi da parte dell'erario[81] nonché di compatibilità comunitaria con la disciplina degli aiuti di Stato[82], anche per evi-

---

[78] AZZARITI, *La temporaneità perpetua, ovvero la giurisprudenza costituzionale in materia radiotelevisiva (rassegna critica)*, in *Giur. cost.*, 1995, 3064. Si può ricordare come anche la cosiddetta deroga in caso di stato d'urgenza, prevista dall'art. 15 della CEDU, debba essere temporanea. Tale disposizione della CEDU prevede infatti che in caso di guerra o in caso di altro pericolo pubblico che minacci la vita della nazione, ogni Alta Parte Contraente può adottare delle misure in deroga agli obblighi previsti dalla Convenzione, nella stretta misura in cui la situazione lo richieda e a condizione che tali misure non siano in conflitto con gli altri obblighi derivanti dal diritto internazionale. Ogni Alta Parte Contraente che eserciti tale diritto di deroga deve tenere informato nel modo più completo il Segretario Generale del Consiglio d'Europa sulle misure prese e sui motivi che le hanno determinate, nonché della data in cui queste misure cessano d'essere in vigore e in cui le disposizioni della Convenzione riacquistano piena applicazione. In dottrina v. TIERNEY, *Determining the State of Exception: What Role for Parliament and the Courts?*, in *Modern Law Review*, 2005, Vol. 68, 4, 668 ss.

[79] Si ritiene infatti che l'adeguatezza rappresenti un limite generale alle deroghe possibili in tempo d'emergenza (MARAZZITA, *L'emergenza costituzionale. Definizione e modelli*, cit., 229), non essendo consentito sospendere o derogare il diritto vigente oltre lo strettamente necessario a fronteggiare il fatto emergenziale (MARAZZITA, *L'emergenza costituzionale. Definizione e modelli*, cit., 238).

[80] Per cui v., da ultimo, MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, cit., 59 ss.; D'ALBERTI, *Poteri pubblici, mercati e globalizzazione*, Bologna, 2008, *passim*, sul quale v. anche i commenti di Marzano, Cassese, Amato e Tesauro in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2008, 3, 851 ss.; DATZ, *State of Change: Global Turmoil and Government Reinvention*, in *Public Administration Review*, July/August 2009, 660 ss.

[81] Per cui v. *L'impatto degli interventi governativi a sostegno del settore bancario sulle finanze pubbliche nell'area dell'euro*, in BANCA CENTRALE EUROPEA, *Bollettino mensile*, luglio 2009, 67 ss.

[82] V. al riguardo GIGLIO, *Gli aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Mercato concorrenza regole*, 2009, 1, 23 ss. In precedenza v. GIGLIO - SETOLA, *La disciplina degli aiuti di Stato e le crisi bancarie*, *ibidem*, 2002, 1, 226 ss.

tare che si verifichi – senza che vi sia alla base una consapevole decisione politica da adottarsi nelle forme previste dall'attuale ordinamento – ciò che successe a seguito della crisi economica del 1929, laddove norme d'emergenza finirono per consolidarsi e per configurare un nuovo ordine dei rapporti tra intervento dello Stato ed economia (il cosiddetto *New Deal*)[83].

Oggi questo non appare probabile, in quanto la configurazione dei rapporti tra intervento statale e fenomeno economico nel quadro della cosiddetta "economia sociale di mercato" è configurato direttamente dalla Costituzione e, da ultimo, dai Trattati comunitari. Di guisa che ogni norma la quale, giustificata dall'emergenza, deroghi temporaneamente a tale configurazione di rapporti, va intesa, anche a livello concreto di interpretazione e di applicazione, come avente mera finalità "conservativa" dell'ordine così configurato[84]: lo stato di eccezione, cioè, potrà essere, nella materia

---

[83] Si può qui solo accennare al fatto che il *New Deal* fu realizzato dal Presidente Roosevelt prima mediante l'esercizio di poteri d'emergenza per superare la crisi economica e quindi con l'utilizzo di una delega contenuta nel *National Recovery Act* del 16 giugno 1933 che gli conferiva un potere pervasivo di controllo e di regolamentazione sull'economia del Paese (v. al riguardo il classico di SCHLESINGER JR., *The Coming of the New Deal, 1933-1935*, Boston, Houghton Mifflin, 1958). Sulle conseguenze giuridiche della crisi del 1929 in particolare sull'ordinamento bancario statunitense v., da ultimo, PERETZ – SCHROEDEL, *Financial Regulation in the United States: Lessons from History*, in *Public Administration Review*, July/August 2009, 603 ss., part. 605 ss. nonchè, sulle conseguenze sull'ordinamento bancario italiano, GUARINO - TONIOLO, *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, Roma-Bari, 1993, 141 ss.; CONDEMI, *Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia*, Bari, 2005, 54 ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 40 ss.; GALANTI, *La storia dell'ordinamento bancario e finanziario italiano tra crisi e riforme*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, cit., 51 ss.; CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, cit., 13 ss.; CLARICH – CAMILLI, *L'evoluzione del controllo dei rischi finanziari: le competenze della Banca d'Italia e della Consob*, , in *Banca impresa società*, 2009, 1, 29 ss. Nella fase attuale, negli Stati Uniti una delle prime sentenze della Corte Suprema ha fatto salvi i poteri esercitati dal Governo nell'ambito della crisi finanziaria: cfr. al riguardo GNES, *La decisione* Chrysler *della Corte Suprema statunitense*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2009, 4, 1045 ss.

[84] Più in generale, ritenendosi che lo stato d'eccezione consista nella riaffermazione, con mezzi straordinari, di interessi e valori ordinari, essendo quindi il relativo potere che viene esercitato dall'autorità *pro tempore* funzionalizzato allo scopo di superare l'emergenza, si parla anche di "sussidiarietà" del diritto straordinario rispetto a quello normalmente vigente: v. così MARAZZITA, *L'emergenza costituzionale. Definizione e modelli*, cit., 232.

che ci occupa, se non si voglia trasmodare dai limiti costituzionali, soltanto "conservativo" dell'ordine giuridico e di mercato esistente.

Domenico Siclari

Consigliere parlamentare
Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia
nell'Università di Roma "La Sapienza"

NOTE A MARGINE DEL LIBRO *MERCATI E ISTITUZIONI IN ITALIA*, DI ENZO CARDI.

Mercati e Istituzioni in Italia di Enzo Cardi, è un'opera che analizza ed illustra in modo chiaro, incisivo, moderno un tema di intrinseca complessità e di grande attualità le cui dinamiche sono in continuo divenire.

La linearità dell'esposizione si coniuga con il rigore delle considerazioni svolte che toccano i cardini essenziali del rapporto tra diritto ed economia e, quindi, del diritto pubblico dell'economia, del quale esamina tutti gli aspetti principali. Ciò dal punto di vista delle *imprese* (Parte prima: la nuova corporate governance, la concorrenza, la vigilanza creditizia e finanziaria), dal punto di vista dei *mercati* (Parte seconda: i beni pubblici, i servizi pubblici locali, le reti, le infrastrutture), dal punto di vista delle *politiche economiche* e della governance pubblica (Parte terza: la politica fiscale, le politiche di spesa, gli strumenti di incentivazione, le politiche di bilancio con riferimento anche al federalismo fiscale, la politica monetaria con la sua evoluzione verso una costituzione monetaria sovranazionale: la moneta "senza" Stato: sarebbe piaciuta a Guido Carli!).

E' quindi un'opera che, pur nelle sue dimensioni contenute, costituisce, per l'ampiezza e per la profondità dell'esposizione, un vero e proprio trattato di diritto pubblico dell'economia (tanto che è adottato in molti corsi universitari).

Sono queste materie a me care, sotto un duplice profilo: da un lato, perché mi riportano alla memoria questioni affrontate nel corso di nove, intensissimi anni impegnati come capo di gabinetto al Ministero del Tesoro ed a quello delle Finanze; dall'altro, perché, in epoca più recente, ho presieduto per tre anni il TAR Lazio che ha competenza sulle autorità amministrative indipendenti, alle quali spetta un ruolo centrale nella regolazione dei mercati e nella vigilanza sul rispetto delle norme, finalizzata a garantirne il corretto funzionamento.

Proprio nella veste di presidente del TAR del Lazio ho avuto modo di richiamare una delle caratteristiche più significative - e di più recente acquisizione – del giudice amministrativo: quella di essere il giudice della "nuova economia", per due ordini complementari di ragioni.

Da un lato, nel sistema economico sempre più aperto e globalizzato degli ultimi anni la dimensione degli interessi, soprattutto finanziari, è divenuta così ampia che le regole dell'autonomia privata non bastano più per difendere valori come la concorrenza e il mercato. Valori antichi ma che sono concepiti e tutelati, oggi, in modo del tutto nuovo, anche in una dimensione europea.

Dall'altro, i processi di liberalizzazione e di privatizzazione, nati timidamente, si sono progressivamente trasformati in una leva forte di politica economica (anche sotto la spinta dei vincoli comunitari). Fino al punto di costituire uno dei più importanti fattori del processo di trasformazione dello Stato, che trova i suoi capisaldi nel mutamento dei rapporti tra cittadini e pubblica amministrazione, nella esternalizzazione di molti servizi, nell'assoggettamento di gran parte dell'apparato pubblico alla disciplina di diritto comune, in definitiva nel venir meno del tradizionale Stato imprenditore e direi anche, almeno in parte, del tradizionale Stato amministrativo.

Il nuovo assetto richiede un parallelo rafforzamento dei sistemi di regolazione e di garanzia, necessari per impedire ai poteri privati di abusare del loro potere di mercato ed al potere statale di espropriare

l'investimento dei privati, per separare il ruolo tra chi gestisce le imprese e chi regola i mercati.

Se lo Stato da imprenditore è divenuto regolatore, ciò ha accresciuto il ruolo del giudice amministrativo come "garante dei garanti" della concorrenza, della regolazione economica, dei settori produttivi fondamentali.

Questo vale a maggior ragione in presenza dell'attuale crisi economico-finanziaria, per effetto della quale – e per porre rimedio ad essa – aumenterà sicuramente il tasso di statalismo, nel senso che compito dei pubblici poteri sarà quello di prevedere una buona regolazione, severa ma non intrusiva, con regole più stringenti, con sempre maggiore attenzione da parte delle autorità di vigilanza e, conseguentemente, da parte del giudice competente in materia.

I tempi attuali sono infatti tempi di rapida trasformazione e di profondi cambiamenti nell'assetto delle istituzioni, nei rapporti tra Stato e società, nelle relazioni tra cittadini e potere pubblico.

A questo riguardo Cardi pone significativamente in rilievo che "*il decennio degli anni novanta del secolo XX – con le sue proiezioni nel primo quinquennio del secolo XXI – ha avuto un'importanza di rilievo storico per le relazioni tra mercati e istituzioni*" e che "*tuttavia le stesse relazioni sono state chiamate subito dopo a registrare significativi adattamenti e correzioni, rispetto all'impostazione dettata nel quindicennio precedente, per effetto della più grave crisi finanziaria contemporanea, originata negli Stati Uniti, ma divenuta subito una crisi finanziaria globale, anzi la prima della globalizzazione*".

Più in generale, vorrei segnalare come circa sessanta anni fa, Salvatore Pugliatti affermasse che l'esigenza razionale del diritto come ordinamento riposa sulla distinzione tra diritto pubblico e diritto privato. Distinzione che oggi molti sono indotti a negare: il che è un errore perché, al contrario, la distinzione esiste ed esisterà sempre, solo che va

considerata su basi diverse, con differenti criteri, nella continua dinamica dei due termini: pubblico e privato.

Il ruolo determinante svolto dal diritto comunitario, con un influsso della cui pervasività spesso non si ha piena contezza, ha condotto ad una "ridislocazione" delle sfere tradizionali del pubblico e del privato, creando frequentemente forme di commistione e di ibridazione, che non è facile comprendere e "metabolizzare", fermi, come molte volte siamo, a categorie concettuali del passato.

E' quello che si verifica, appunto, nel passaggio dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore, da un lato con l'arretramento e dall'altro con l'avanzamento del pubblico, fino a giungere alla ricomposizione del sistema, sia pure su basi diverse.

Si è al cospetto, quindi, di un mutamento profondo del rapporto tra pubblico e privato: da quello binario, tradizionale, autorità-libertà si passa all'equilibrio, "plurale", tra potere pubblico, potere privato, libertà, concorrenza, e così via: di qui l'esigenza di considerare in termini dinamici il rapporto tra pubblico e privato, sotto pena di andare incontro, altrimenti, a veri e propri disorientamenti teorici.

Un rilevante fattore di questo mutamento è costituito – come ho detto – dall'ordinamento comunitario.

Un'autentica cartina di tornasole dei rapporti in continuo divenire tra "mercati ed istituzioni" può essere individuata nell'evoluzione della disciplina comunitaria e nazionale in materia di appalti pubblici.

La procedura ad evidenza pubblica è tradizionalmente finalizzata alla individuazione del migliore contraente dell'amministrazione, vale a dire del contraente che offra maggiori garanzie al prezzo più conveniente per la corretta esecuzione della prestazione in favore della stazione appaltante.

Tale era la *ratio*, volta al controllo della spesa pubblica per il miglior utilizzo del danaro della collettività, della normativa sulla contabilità di Stato degli anni '20 ed è in buona parte la *ratio* ancora oggi alla

base della disciplina dei contratti pubblici contenuta nel D.Lgs. n. 163 del 2006.

A tale esigenza di tutela degli interessi pubblici si è aggiunta, però, sotto la spinta del diritto comunitario, l'esigenza di tutela della libertà di concorrenza e del principio di non discriminazione tra le imprese.

Di talché, l'amministrazione aggiudicatrice non utilizza più *sic et simpliciter* il mercato per scegliere il contraente migliore sotto i profili qualitativo e quantitativo, ma è chiamata a disciplinarne il corretto funzionamento al fine di tutelare il libero gioco della concorrenza, al punto che, da soggetto che utilizza il mercato per scopi propri, è divenuta garante del corretto andamento dello stesso per fini ulteriori. In tal senso le regole dell'evidenza pubblica non sono più soltanto funzionali ad ottenere le migliori condizioni ed il più affidabile contraente, ma sono anche finalizzate alla tutela della concorrenza, per cui può affermarsi che l'interesse delle imprese e del mercato è ora tutelato al pari dell'interesse pubblico specifico che l'amministrazione è chiamata a perseguire e, anzi, è divenuto anch'esso un valore collettivo da realizzare.

In questo può cogliersi un vero e proprio cambio di prospettiva nei rapporti tra mercato ed amministrazioni aggiudicatrici.

L'elemento fondamentale di un mercato libero è la concorrenza, per cui le regole di disciplina del mercato sono stabilite a fini di tutela della concorrenza, con conseguente vantaggio per il consumatore.

Al riguardo, da un lato, occorre che l'Autorità antitrust ispiri la sua azione a criteri di flessibilità in funzione del perseguimento dell'interesse pubblico cui essa è preposta; dall'altro, sarebbe opportuno l'ampliamento degli attuali poteri dell'Autorità, come auspicato dal suo Presidente, nel senso di riconoscere alla stessa la legittimazione ad adire la Corte costituzionale nei confronti delle leggi statali e regionali che incidono negativamente sulla concorrenza, nonché la legittimazione ad

impugnare dinanzi al giudice amministrativo i provvedimenti che appaiono contrastanti con i principi, nazionali e comunitari, in materia.

La trattazione sulla concorrenza e sulla *ratio* alla stessa sottesa porta a condividere appieno le tesi espresse nel testo da Cardi, secondo cui "*un'efficace ed efficiente applicazione delle regole da parte delle istituzioni favorisce lo sviluppo del mercato e degli scambi e crea il presupposto del circolo virtuoso fra crescita economica e regole*" e che "*l'intima connessione tra svolgimento della attività economica e correttezza dei comportamenti è tale che il venir meno dei principi etici di fatto scardina gli aspetti positivi del mercato*": la conclusione - che va sottolineata - è che la tutela della concorrenza finisce per rivestire un significato etico.

Va inoltre rimarcato che il processo di riforme avvenuto in Italia negli ultimi venti anni - testimoniato, come puntualmente indicato dall'Autore, dall'avvio della politica di regolazione della concorrenza (1990), dalle privatizzazioni formali e sostanziali (1992-1994), dalle trasformazioni del sistema bancario (1993 e finanziario (1998), dalla regolazione quadro delle reti (1995), dalle trasformazioni apportate da un nuovo diritto societario (2003), dalla "modernizzazione" della politica della concorrenza (2004), dall'ampliamento delle misure disponibili per l'Autorità antitrust (2006), dalle nuove tutele rispetto alle pratiche commerciali scorrette (2007), dalla disciplina a tutela del risparmio (2005) e degli investitori (2007), dalla riconfigurazione degli assetti proprietari delle banche e dei rapporti banca – impresa (2008) – si iscrive in larga misura, come osservato da Carli, "*nel solco di un sentiero tracciato dall'esigenza di adempiere ad obblighi assunti nei confronti dell'Unione europea*".

Il collegamento tra economia e diritto è ampio.

Il riflesso di tale collegamento è percepibile anche nell'ambito del procedimento amministrativo; l'art. 21 *octies* della legge n. 241 del

1990, ad esempio, sancisce un nuovo concetto di legittimità economico-giuridica, che impedisce, entro certi limiti, l'annullamento dell'atto per motivi meramente formali, per cui la legittimità dell'atto va valutata anche sotto un profilo economico, nel senso che l'annullamento dell'atto deve essere disposto per motivi sostanziali, e cioè di contenuto.

La crescente rilevanza dei temi afferenti al rapporto tra mercati ed istituzioni è avvertita profondamente anche da parte di chi esercita la funzione giurisdizionale.

Sui provvedimenti adottati dalle Autorità amministrative indipendenti vi è, normalmente, giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo.

Il sindacato giurisdizionale sulle scelte tecniche delle *Authorities* sta progredendo sino ad un sindacato pieno che non riguarda la sola veridicità dei fatti ma anche le deduzioni logiche che se ne fanno conseguire; il giudice insomma deve ripercorrere le valutazioni tecniche dell'Autorità, non limitandosi alla ragionevolezza ma dovendo stabilire se sono più convincenti le argomentazioni sviluppate dall'amministrazione rispetto a quelle prodotte dalle parti.

Fermo restando, ovviamente, che giammai è consentito all'organo giurisdizionale di esprimere proprie autonome scelte, perché in tal caso assumerebbe egli la titolarità del potere.

In definitiva, occorre che il giudice abbia il coraggio di non abdicare mai al sindacato, ma anche la saggezza di sapersi fermare al momento giusto, evitando qualsiasi commistione tra il proprio ruolo e quello dell'autorità di regolazione.

Queste riflessioni rendono conto di come l'opera di Cardi abbia ad oggetto argomenti particolarmente importanti, l'analisi dei quali rafforza l'esigenza di creare una cultura "a cavallo" tra diritto ed economia, scienze legate ormai tanto strettamente da impedire che un giurista possa essere a digiuno di concetti economici e, per converso, che un economista possa essere a digiuno di concetti giuridici.

Infine, l'attualità del tema richiama ancora una volta le parole con cui l'Autore fa presente che "*misurarsi con la contemporaneità significa riconoscere che ogni nuova edizione di questo libro è chiamata a registrare e inquadrare la materia trattata nei termini imposti dalla contemporaneità stessa*".

Attendiamo, quindi, la prossima edizione!

Pasquale De Lise
Presidente del Consiglio di Stato

LA CRISI FINANZIARIA E LA RIFORMA OBAMA

ABSTRACT: *This paper considers the financial crisis for the impact on financial intermediaries and financial markets in order to find critical factors and therefore to analyze the impact of the introduction of the Dodd-Franck Act (the so called Obama Reform). Irrational criteria in the bank screening and monitoring increase the credit risk of the loans portfolio and at the same time irrational criteria in the bank credit risk transfer by securitisation and credit derivatives multiply the credit risk of the financial instruments portfolio, originating the subprime mortgage financial crisis which started in the year 2007 and spread through the world. Some links seem likely critical and are the link between financial intermediaries and financial markets, the link between bank intermediaries and insurance intermediaries, the link between off balance sheet instruments and risk management. The Dodd-Franck Act defines new rules for the financial system taking into account some relevant factors: derivatives, proprietary trading, systemic risks, big sizes, consumers' protection, shareholders protection, investors' protection. This paper analyses the single factors for their implement on the features and working of the financial system especially in the USA.*

SOMMARIO: 1. Crisi finanziaria. - 2. Crisi di liquidità e insolvenza. - 3. Rischio di credito. - 4. Problemi aperti. - 5. Esigenze regolamentari e di controllo. - 6. Riforma finanziaria Obama. - 7. Considerazioni conclusive

1. Il presente lavoro considera l'impatto della crisi finanziaria sugli intermediari finanziari e sui mercati finanziari per l'individuazione delle criticità e, alla luce di queste ultime, l'impatto legato all'introduzione del Dodd-Frank Act (la cosiddetta riforma finanziaria Obama).

Criteri irrazionali nell'erogazione dei prestiti innalzano il rischio di credito sul portafoglio prestiti e, nel contempo, criteri irrazionali nel trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e/o *credit derivatives* moltiplicano il rischio di credito sul portafoglio strumenti finanziari originando la *subprime mortgage financial crisis*, iniziata negli Stati Uniti nel 2006, accentuatasi nel 2007 e 2008 e diffusasi negli altri paesi del mondo.

I prestiti a clienti di pessima qualità e la successiva applicazione della *securitisation* e/o dei *credit derivatives*, insieme all'andamento negativo del mercato immobiliare, producono ripetute insolvenze e, per conseguenza, riduzioni di valore nella gamma delle *asset-backed securities* (*ABS*) e/o nei *credit derivatives*. Gli intermediari finanziari caratterizzati da alti livelli dei prestiti di bassa qualità, delle *ABS* e/o dei *credit derivatives* nell'attivo di bilancio sono colpiti da oscillazioni di valore e, quindi, perdite e nella sostanza crisi di sfiducia per le riduzioni di valore e il negativo impatto sul conto economico, sollevando problemi di ricapitalizzazione e fallimenti a più riprese[1].

[1] Sul tema della crisi finanziaria cfr., tra gli altri, CAPRIGLIONE F., *Crisi a confronto* (1929 e 2009). *Il caso italiano*, Padova, Cedam, 2009; CARDIA L., *Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa*, in "Bancaria", Giugno, 2009; CAROSIO G., *Oltre la crisi. Regole, vigilanza, infrastrutture*, in "Bancaria", Giugno, 2009; CAVALIERI E., *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, in "Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia", n. 2, 2009; COLOMBINI F., CALABRÒ A., *Crisi globale e finanza innovativa. Irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, Torino, Utet, 2009; DOWD K., HUTCHINSON, M., *Alchemists of loss. How modern finance and governement intervention crashed in financial system*, Wiley, 2010; DRAGHI M., *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in "Bancaria", Novembre, 2008; FRANKE G., KRAHNEN J. P., *The future of securitisation*, in "Working Paper", n. 31, Center for Financial Studies, 2008; FRATIANNI M., MARCHIONNE F., *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*, in "Economia Italiana", n. 1, 2009; FORNASARI F., *I dati e gli insegnamenti della crisi finanziaria USA*, in "Economia Italiana", n. 1, 2009; GOODHART C.A.E., *The background to the 2007 financial crisis*, in "International Economics and Economic Policy", February, 2008; MASERA R., *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in "Bancaria", Gennaio, 2009; MASERA R., MAZZONI G., *La riforma dei requisiti prudenziali e la proposta di un fondo di risoluzione per la gestione delle crisi*, in "Bancaria", Giugno 2010; MERUSI F., *Crisi finanziaria, tutela dell'affidamento e concorrenza*, in "Studi Celebrativi del Ventennale dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato", Torino, Giappichelli, 2010; MOTTURA P., *Crisi subprime e innovazione finanziaria*, in "Bancaria", Febbraio, 2008; PURNANANDAM A., *Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis*, in "Working Paper", July, University of Michigan, 2008; SHILLER R.J., *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton, Princeton University Press, 2008; SIRONI A., *La crisi finanziaria internazionale un anno dopo: quali lezioni per le banche e le autorità di vigilanza?*, in "Economia & Management", n. 5, 2008; STIGLITZ J.E, *Freefall. America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, Norton, 2010.

Il corretto utilizzo della *securitisation* che postula l'applicazione a prestiti di ottima qualità è pressoché ignorato, innalzando i volumi per la forte espansione. Non solo, il corretto utilizzo dei *credit derivatives* ritrova poco riscontro, ampliando i volumi per il forte sviluppo legato essenzialmente all'intreccio banche-assicurazioni.

A ben vedere, le grandi banche americane non considerano i riflessi insiti nelle ripetute e scorrette prassi applicative del trasferimento del rischio di credito sia negli impatti sui loro bilanci (rischi individuali) sia negli impatti sui sistemi finanziari nel loro insieme (rischi sistemici).

Il passaggio da un'ottica di tipo *originate to hold* (*OTH*) distinta dalla creazione dei prestiti per la detenzione sino a scadenza nell'attivo della banca a una di tipo *originate to distribute* (*OTD*) distinta dalla creazione dei prestiti e correlati strumenti finanziari per la vendita sul mercato induce a una sottovalutazione dei connessi rischi.

Il modello *originate to distribute* nella sostanza disincentiva le banche da un'adeguata applicazione dei processi di *screening* e *monitoring* e, per conseguenza, fornisce la possibilità di accesso al credito anche a segmenti di clientela con scarse capacità di rimborso. Sennonché la finanza innovativa, inquadrabile nella creazione di *asset-backed securities e credit derivatives,* provoca il trasferimento all'esterno dei rischi legati alle *bad practices* seguite nell'erogazione dei prestiti. Il trasferimento in discorso si concreta nella cessione di prestiti dell'attivo e nella creazione di un veicolo fuori bilancio che acquista i prestiti cedu-

ti e colloca le *asset-backed securities* (*ABS*) sul mercato per la raccolta delle risorse monetarie e nella creazione di *credit derivatives* che presuppongono la copertura del rischio di credito presso altri intermediari finanziari.

E' da precisare che il trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e *credit derivatives* non provoca il definitivo distacco e separazione dalla banca originaria perché rispettivamente nell'ipotesi di notevoli perdite nel veicolo fuori bilancio e nell'ipotesi di inadempimento dell'intermediario fornitore della protezione, la banca originaria è costretta a intervenire sollevando negative ricadute sul piano delle perdite del conto economico e, quindi, del capitale.

Tali circostanze, unitamente a un'alta proporzione dell'attivo sul capitale e, quindi, all'alto *leverage*, sottintendono un'alta propensione al rischio delle banche, indicando presupposti per la loro fragilità.

E' da sottolineare che la bolla immobiliare negli Stati Uniti è sostenuta da finanziamenti che raggiungono il 100% del valore dell'immobile e che, in alcuni casi, premiano con ulteriore credito l'apprezzamento del valore dell'abitazione, innalzando l'indebitamento delle famiglie americane.

L'irrazionalità ritrova negli alti profitti conseguiti da banche commerciali, banche di investimento, assicurazioni, *hedge funds* e agenzie di *rating* la risposta. I bilanci palesano livelli assai alti dei profitti e la comunità finanziaria è entusiasta di fronte alle prospettive annunciate dai *chief executive officers* (*CEOs*) dei grandi intermediari finanziari. All'interno del sistema finanziario,

vi è consapevolezza che il processo possa terminare bruscamente, ma la speranza, rivelatasi poi del tutto infondata, è quella che ciò possa avvenire il più tardi possibile.

Banche commerciali, banche di investimento, assicurazioni, *hedge funds* e altri intermediari contribuiscono essenzialmente alla crisi finanziaria sia mediante la creazione di prestiti e strumenti finanziari di pessima qualità sia mediante il loro collocamento e la loro negoziazione sui mercati finanziari, sottintendendo prassi operative incentrate sull'innalzamento del rischio di credito inizialmente per l'irrazionale *screening* del portafoglio prestiti e successivamente per la diffusione del rischio di credito nella creazione degli strumenti finanziari legati alle modalità del trasferimento sul mercato.

Le agenzie di *rating* contribuiscono ugualmente alla nascita e al mantenimento della crisi finanziaria mediante prassi valutative per l'attribuzione dei *ratings* largamente ottimistiche e prive di legami con l'evoluzione degli eventi economici.

Il lassismo delle autorità di controllo gioca di fatto un ruolo fondamentale sull'intensità e sulle proporzioni di questa crisi perché controlli più incisivi avrebbero ridotto l'impatto e l'ampia diffusione su scala globale.

2. La crisi del mercato immobiliare trascina nella crisi i *subprime mortgages* e le connesse attività, provocando svalutazioni e insolvenze negli strumenti dell'attivo e perdite nel conto economico e, allo stesso tempo, riduzioni della liquidità presso banche e altri intermediari finanziari. Riduzioni di valore dell'attivo e del

capitale producono l'innalzamento del *leverage*, indicando più alta propensione al rischio e, quindi, innestando crisi di sfiducia.

L'inasprimento dei rapporti interbancari non rende possibile il ricorso al credito a breve per il rifinanziamento di tali attività cosicché le banche ricorrono ai mercati finanziari che ancora godono di un grado di liquidità come ad esempio i mercati azionari. Quello che si nasconde dietro il collasso dei mercati azionari si lega non solo al deterioramento della crescita economica, ma anche della liquidità. Le stesse banche ricorrono al mercato azionario per fare cassa alla ricerca di risorse monetarie in grado di supplire alle problematiche legate al mercato interbancario[2].

A ben vedere, i mercati finanziari entrano in crisi e diventano illiquidi eccettuato il mercato azionario, palesando correlazioni fra i rischi e riducendo i vantaggi della diversificazione.

I sistemi finanziari si ritrovano a fine 2008 in una sorta di trappola della liquidità perché le iniezioni di moneta promosse dalle banche centrali sono vanificate dal clima di sfiducia e sospetto che si respira nei rapporti interbancari[3]. A fronte di banche che si dimostrano timorose di offrire denaro all'interno del circuito interbancario per incertezze sulla solidità finanziaria delle con-

---

[2] Cfr. ALLEN F., CARLETTI E., *The role of liquidity in financial crises*, in "Maintaining Stability in a Changing Financial System", Jackson Hole Symposium, August 21-23, 2008; ANGELINI P., NOBILI A., PICILLO M.C., *The interbank market after August* 2007: *what has changed and why*?, in "Temi di discussione", October, Roma, Banca d'Italia, 2009.

[3] Lo strumento dell'iniezione di moneta nel sistema è stato ripetutamente utilizzato nel contesto delle crisi finanziarie. Sul tema, cfr. BANTI C., *Le crisi finanziarie e le cornici preventive e risolutive nel sistema globale*, in "Rivista Bancaria", n. 3, 2007; CLAESSENS S., KLINGEBIEL D., LAEVEN L., *Resolving systemic financial crises*: *policies and institutions*, in "Working Paper", World Bank, August, 2004; HOGGART G., REIDHILL J., *Resolution of banking crises: a review*, in "Financial Stability Review", December, 2003; SCHINASI G., *Safeguarding financial stability. Theory and practice*, Washington, IMF, 2005.

troparti, vi sono altre che in seguito al forte innalzamento del costo del denaro speculano tesaurizzando liquidità con l'intento di rivenderla in futuro a un prezzo più alto.

La situazione di *stress* registrata sul mercato interbancario è ben fotografata dall'aumento dello *spread* fra il tasso interbancario e il tasso *swap* sull'interbancario. Mentre il primo contratto sottolinea il passaggio di denaro tra i soggetti coinvolti, il secondo si esplica nella sola corresponsione degli interessi maturati. Nella prima tipologia il rischio di credito è molto più elevato e invece nella seconda tipologia il rischio in discorso è attenuato dal fatto che, in caso di fallimento della controparte, la perdita è relativa al solo venire meno del flusso di interessi.

La crisi finanziaria originata negli Stati Uniti tende alla diffusione a livello globale, insorgendo problemi di liquidità e insolvenza nel contesto dei diversi intermediari e mercati finanziari e nel contesto dei diversi paesi. Tale circostanza si innesta con i processi di internazionalizzazione, consolidamento e conglomerazione che coinvolgono intermediari finanziari appartenenti a diversi paesi e, nel contempo, crea diversi problemi sul terreno della regolamentazione e della vigilanza delle autorità nazionali.

3. Agli inizi degli anni 2000, il prolungato periodo di bassi saggi di interesse, nominali e reali, genera una forte espansione del credito e degli aggregati monetari. Le condizioni favorevoli di accesso al credito stimolano così un forte aumento della domanda di mutui e credito al consumo. La contrazione degli *spreads* fra

saggi attivi e passivi registrata dalle banche alimenta politiche del credito sempre più aggressive mediante l'aumento dei volumi intermediati per l'innalzamento dei profitti. Il rischio di credito insito nel mancato pagamento degli interessi e/o del capitale connessi a titoli di debito o prestiti bancari tende alla crescita.

A ben vedere, il rischio di credito può originare la perdita attesa (*expected loss*, *EL*) che non desta problemi per la banca sussistendo idonei accantonamenti contabili e, quindi, alcun impatto negativo sui profitti futuri e invece il rischio di credito può determinare la perdita inattesa (*unexpected loss*, *UL*) che solleva problemi per la banca.

La distinzione fra perdita attesa e perdita inattesa è importante per le scelte gestionali sotto i seguenti aspetti:

1) importo delle rettifiche dirette di valore e degli accantonamenti necessari per la copertura delle perdite attese;

2) livello dei capitali propri per la copertura delle perdite inattese;

3) saggi di interesse in linea con le rettifiche di valore e gli accantonamenti per le perdite attese e il costo del capitale per le perdite inattese.

Di qui l'importanza di corrette metodologie per la misurazione delle perdite attese e inattese.[4] E' da precisare che la distinzione tra perdita attesa e inattesa risulta essere rilevante in tema di diversificazione dell'attivo. Se il tasso di perdita attesa di un

[4] Cfr. BESSIS J., *Risk management in banking*, Chichester, Wiley, 2010; CIRILLO A., *La valutazione probabilistica del rischio di credito*, Roma, Aracne Editrice, 2005; LUSIGNANI G., *La gestione dei rischi nella banca*, in M. ONADO (a cura di),"La banca come impresa", Bologna, Il Mulino, 2004; MASERA R., *Rischio, banche, imprese. I nuovi standard di Basilea*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2005.

portafoglio risulta pari alla media ponderata delle perdite attese delle attività che lo costituiscono indipendentemente dalla loro natura, la variabilità della perdita inattesa risulta essere tanto minore quanto minore è il grado di correlazione tra i singoli *assets*. Ciò fa intuire che, mentre la prima componente non è eliminabile applicando la diversificazione, così non è per la seconda che è invece notevolmente mitigabile impostando un'idonea politica di diversificazione e trasferimento del rischio di credito[5].

Securitisation e *credit derivatives* sono sperimentabili dal *risk management* delle banche per l'abbassamento del rischio di credito che grava sui loro bilanci. La sperimentazione delle prassi in discorso nella stragrande maggioranza degli intermediari bancari provoca l'esplosione del rischio di credito nel suo complesso per il trasferimento dall'industria bancaria ad altre industrie finanziarie e, quindi, dall'industria bancaria all'industria assicurativa e/o all'industria mobiliare e via dicendo. Creazione e trasferimento del rischio di credito si ispirano al modello *OTD* sopra menzionato. La banca perde l'incentivo allo svolgimento dello *screening* perché le perdite legate a irrazionali valutazioni incidono sui bilanci di chi acquista le attività e non sul proprio. Si sviluppa perciò un fenomeno di *moral hazard* che spinge ciascuna banca ad allargare l'accesso al credito a fasce sempre più rischiose di clientela nella consapevolezza che i connessi rischi non devono essere sostenuti.

[5] Cfr., in proposito, SHIN Y.C., SHIU Y.M., *Why do banks hedge with derivatives?,* in "Working Paper", January, Graduate School of International Business, Tunghai University, Taiwan, 2007.

La realtà dimostra però che molte delle società veicolo create *ad hoc* dalle banche per il trasferimento dell'enorme quantità dei rischi di credito creati tramite l'erogazione dei mutui di pessima qualità risultano legate alle banche *originators* da rapporti di garanzia originando *shadow liabilities* e, quindi, innalzando gli strumenti reversibili del loro fuori bilancio[6]. Più in generale, strumenti, mercati, intermediari diversi dalle banche commerciali sono inquadrabili nello *shadow banking system* che, pur essendo distinto da caratteri di opacità sotto diversi punti di vista, svolge un ruolo importante nell'origine e nelle manifestazioni della crisi finanziaria.

Insorgendo la crisi dei veicoli finanziari, le banche sono trascinate nella crisi perché sono costrette a intervenire in qualità di garanti degli *assets* inizialmente trasferiti e, quindi, la prassi del *credit risk transfer* nella sostanza si configura alla stregua di un'operazione di tipo contabile volta a nascondere nel fuori bilancio l'effettiva esposizione al rischio di credito e l'effettivo grado di *leverage* delle banche. Essendo largamente sperimentata, l'iniziale intento di perseguire un obiettivo di diversificazione e abbassamento del rischio diviene illusorio poiché i rischi assunti tramite l'acquisto di *assets* ceduti da altri intermediari finanziari da un punto di vista qualitativo replicano quelli trasferiti inizialmente al mercato.

Le prassi di creazione e trasferimento del rischio di credito sottintendono l'espansione degli strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* che sono inseriti essenzialmente nei portafo-

[6] Cfr. COLOMBINI F., *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, Torino, Utet, 2008.

gli strumenti finanziari di banche, banche di investimento, assicurazioni, *hedge funds*, sollevando oscillazioni di valore e svalutazioni e perdite.

L'innalzamento dei *subprime mortgages* nel portafoglio prestiti sottolinea il peggioramento della qualità e, quindi, svalutazioni e perdite. Tali circostanze sollevano problemi per crisi, ricapitalizzazioni e fallimenti nel contesto degli intermediari finanziari[7].

Le prassi di trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e *credit derivatives* gettano i presupposti per l'innalzamento globale a livello dei sistemi finanziari del rischio di credito che investe diversi intermediari finanziari e diversi investitori in strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* riconducibili alla progressiva creazione, diffusione e moltiplicazione dei titoli strutturati e derivati.

La crescita dei *subprime mortgages* costituisce il presupposto per la successiva crescita senza controlli di sorta dei connessi strumenti finanziari (titoli strutturati e derivati). Poiché il rischio di credito insito negli strumenti finanziari in discorso rimane alto e poiché il loro volume cresce ed entra nei portafogli di intermediari finanziari e investitori, il peggioramento del rischio di credito produce conseguenze assai negative per diversi intermediari finanziari e diverse industrie finanziarie.

---

[7] Nell'industria bancaria statunitense, sulla scorta dei dati della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), i fallimenti dal gennaio al settembre 2010 sono 125 e invece i fallimenti negli anni precedenti sono 140 nel 2009, 25 nel 2008 e solo 3 nel 2007 per un totale di 293 banche. Pur essendo il periodo considerato più lungo rispetto agli anni cruciali della crisi finanziaria, il dato complessivo è senza dubbio attribuibile alle conseguenze dell'insorgenza, delle manifestazioni e dell'intensità della crisi finanziaria.

Le svalutazioni caratterizzanti il *trading book* delle banche dimostrano come il sistematico ricorso ai processi di trasferimento del rischio di credito generi un effetto moltiplicativo del rischio in discorso diffondendo al resto del mercato gli errori insiti in sede di valutazione degli affidati. Non solo, poiché le banche rivestono il duplice ruolo di venditori e investitori nelle *ABS* cedono nella sostanza al mercato i rischi per i quali conoscono l'elevata rischiosità per assumerne altri per i quali hanno pochissime informazioni e capacità di porre in essere un adeguato sistema di controlli.

4. In questo ambito, alcuni problemi legati alla crisi finanziaria risultano i seguenti:

- intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari;
- intreccio fra intermediari finanziari e, in particolare, fra
- intermediari bancari e assicurativi;
- inclusione degli strumenti fuori bilancio per l'impostazione e le scelte del *risk management*.

L'intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari conduce alla sperimentazione assai ampia della *securitisation* mediante creazione di strumenti finanziari e loro collocamento sui mercati finanziari. L'applicazione della *securitisation* nei confronti dei prestiti di pessima qualità estende il pessimo livello agli strumenti finanziari progressivamente creati, seguendo prassi operative del tutto scorrette rispetto alle indicazioni teoriche e alle scelte razionali. Tali circostanze postulano la capacità nell'innalzamento del rischio di credito nella composizione dei

bilanci bancari per il sostegno fornito dal mercato nel collocamento degli strumenti finanziari che incorporano determinati prestiti.

E' agevole sottolineare irrazionali comportamenti delle banche insieme a carenze nelle regole dei mercati finanziari e soprattutto carenze nei controlli delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari e sugli intermediari finanziari. L'intreccio fra intermediari bancari e assicurativi porta al collocamento e alla sperimentazione di un ampio volume di derivati che sono acquistati dalle imprese di assicurazione, spingendo da un lato le banche all'innalzamento del rischio di credito e dall'altro al trasferimento del rischio di credito presso le imprese di assicurazione. Tali aspetti sottintendono la capacità delle banche di incremento del rischio di credito per la protezione fornita dalle imprese di assicurazione mediante strumenti derivati.

E' opportuno indicare ugualmente irrazionali comportamenti degli intermediari assicurativi e bancari insieme a notevoli carenze nelle regole sui mercati finanziari e carenze nei controlli delle autorità di vigilanza sugli intermediari finanziari e sui mercati finanziari.

L'inclusione degli strumenti fuori bilancio nel *risk management* degli intermediari bancari e assicurativi è necessaria per la ricostruzione di un quadro generale e completo per la valutazione del rischio di credito e del sistema dei rischi mediante accostamento unitario dei diversi strumenti e delle diverse aree di *business*. Tale inserimento è preso poco in considerazione e, quindi, l'identificazione, la misurazione e la gestione dei rischi

non riflette criteri razionali e, specie, non corrisponde al loro globale inquadramento[8]. La crisi finanziaria trae origine essenzialmente all'interno dell'industria bancaria che, in tutti i paesi, costituisce un'industria altamente regolamentata. La crisi finanziaria trae origine ugualmente all'interno dei mercati obbligazionari cresciuti notevolmente sotto la spinta degli strumenti finanziari creati dalla *securitisation* e all'interno dei mercati dei derivati cresciuti pur sempre su livelli assai alti sotto la spinta dei *credit derivatives*. La crisi finanziaria trascina allo stesso tempo i mercati monetari e i mercati azionari.

L'analisi dei motivi di fondo rinvia ai comportamenti delle banche incentrati nel conseguimento dei profitti seguendo un'ottica di breve periodo insieme ad altri operatori. Il parallelo sviluppo degli strumenti e dei mercati obbligazionari e degli strumenti e dei mercati dei derivati reca contributi per l'insorgenza e le manifestazioni della crisi finanziaria.

Il sostegno finanziario pubblico è destinato tipicamente alle grandi imprese bancarie e assicurative perché le grandi dimensioni rendono necessario il salvataggio evitando l'impatto sistemico e, nel contempo, alimentando la crescita della spesa pubblica e del debito pubblico negli Stati Uniti e in Europa. Le risorse pubbliche allontanano il problema dei fallimenti epperò gli interventi in discorso non introducono selezioni nei salvataggi e, quindi, rimangono sul mercato sia intermediari con buone prospettive di efficienza ed economicità sia intermediari con modeste prospettive di efficienza ed economicità.

---

[8] Cfr. COLOMBINI F., *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, Torino, Utet, 2008.

Ripetuti interventi a sostegno delle imprese bancarie e assicurative e, quindi, la ripetuta applicazione della clausola di *bail out* instaurano una sorta di automatismo che implicitamente non frena il perseguimento di scelte rischiose e irrazionali.

5. Diverse proposte sono incentrate sull'imposizione di più regole. L'esigenza di più regole sussiste essenzialmente nel contesto dei mercati finanziari attribuendo più trasparenza agli strumenti e agli scambi sul mercato obbligazionario e sul mercato dei derivati.

L'esigenza di regole sussiste ugualmente nel contesto degli intermediari finanziari perché la crisi investe le banche epperò nel loro intreccio patologico con la creazione dei veicoli finanziari fuori bilancio (*shadow banking system*) e con i mercati obbligazionari delle *ABS* per il forte ricorso alla *securitisation* e alla creazione di strumenti finanziari e con i mercati dei derivati per l'ampio collocamento di *credit derivatives* e la creazione di strumenti finanziari nel più generale contesto del trasferimento del rischio di credito. Carenze nelle regole sono riscontrabili sia per i mercati finanziari sia per gli intermediari finanziari. Carenze nelle regole sono riscontrabili per lo *shadow banking system*.

L'esigenza di più incisivi controlli appare ugualmente necessaria per le autorità di vigilanza sui mercati finanziari e sugli intermediari finanziari, ridisegnando le modalità di controllo e rendendo la loro frequenza temporale più fitta nel tempo. E' nella carenza di controlli sugli intermediari finanziari e al tempo stesso sui mercati finanziari la motivazione fondamentale per

l'insorgenza e la profondità della crisi finanziaria più che nella carenza di regole. Carenze, lacune e ritardi nei controlli sono riscontrabili sia per gli intermediari finanziari sia per i mercati finanziari. La valutazione sull'adeguatezza delle regole nel contesto dei mercati dei derivati, dei mercati delle *ABS*, dei mercati azionari e dei mercati monetari e, allo stesso tempo, delle banche, delle banche di investimento, delle assicurazioni, degli *hedge funds,* delle società veicolo e delle agenzie di *rating* deve essere accompagnata a una ridefinizione dei controlli e delle autorità di vigilanza, considerando le manifestazioni legate agli intrecci intermediari finanziari-mercati finanziari, agli intrecci fra intermediari finanziari e all'inclusione del fuori bilancio nel contesto del *risk management*.

Pertanto, l'analisi sull'adeguatezza delle regole deve essere impostata insieme all'analisi sull'adeguatezza dei controlli e delle autorità di vigilanza, risolvendo nel contempo il problema del modello singolo o del modello plurimo nel contesto delle autorità di vigilanza. Regole, controlli e autorità di vigilanza debbono essere rivisti e aggiornati epperò alla luce dell'evoluzione dei sistemi finanziari e, quindi, considerando correlazioni e interdipendenze nelle loro diversità e applicazioni.

La revisione di regole, controlli e autorità di vigilanza deve essere realizzata altresì nella prospettiva della creazione di migliori presupposti onde evitare in futuro il ripetersi di crisi finanziarie. E' importante valutare l'interazione fra regole e controlli perché i comportamenti degli intermediari finanziari e degli ope-

ratori non presentino motivi di preoccupazione sul piano dell'instabilità finanziaria sia a livello micro sia a livello macro.

Il ridisegnare regole, controlli, autorità di vigilanza presuppone la considerazione e l'inquadramento delle correlazioni e interdipendenze fra intermediari finanziari e mercati finanziari e fra intermediari finanziari e, nel contempo, fra regole e controlli per l'impatto sui comportamenti di intermediari finanziari e operatori.

La prevenzione delle crisi finanziarie postula criteri più razionali nei comportamenti e più incisività nelle regole e nei controlli, riprendendo scelte razionali nei diversi settori dell'intermediazione finanziaria e nei diversi settori dei mercati finanziari insieme a regole e controlli che al tempo stesso presentino elementi di efficacia e tempestività. E' necessario quindi evitare il formarsi di asimmetrie geografiche nell'impostazione delle regole e nella conduzione dei controlli fra diversi intermediari finanziari e diversi mercati finanziari.

6. Considerando le criticità legate alla crisi finanziaria, gli Stati Uniti hanno approvato il Dodd-Frank Act (la cosiddetta riforma finanziaria Obama) che introduce nuove regole nel contesto dei mercati finanziari e degli intermediari finanziari individuando essenzialmente i seguenti aspetti:

1) derivati;
2) proprietary trading;
3) rischi sistemici;
4) grandi dimensioni;

5) protezione dei consumatori;
6) protezione degli azionisti;
7) protezione degli investitori.

Il mercato dei derivati presenta diversi elementi di opacità riconducibili alla forte espansione degli scambi *OTC*. La riforma finanziaria attribuisce poteri alle autorità di vigilanza a livello nazionale e introduce il principio della regolamentazione del mercato dei derivati mediante la *clearing house* e gli *standard contracts*.

Tali circostanze vanno nella giusta direzione rafforzando i controlli delle autorità di vigilanza e ricreando presupposti per l'espansione degli scambi sui mercati distinti da regole e riducendo gli eccessi speculativi nell'attività degli intermediari finanziari.

Il *trading* in strumenti finanziari speculativi palesa importanza e al tempo stesso genera instabilità nell'evoluzione degli intermediari finanziari. La riforma finanziaria introduce nelle banche il divieto del *trading* con i propri fondi e, quindi, l'esigenza dello scorporo di alcune divisioni, pur sussistendo una parziale deroga del 3% del proprio *Tier* 1 *capital* per l'investimento in *hedge fund* e *private equity* e fino a un massimo del 3% del capitale di questi ultimi.

Tale circostanza tende a ridurre gli eccessi speculativi delle banche e, quindi, gli impatti in positivo o negativo sui profitti, restringendo nella sostanza la gamma degli strumenti e riducendo le patologie legate all'intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari.

L'insorgenza e le manifestazioni legate ai rischi sistemici palesano notevole importanza nell'evoluzione dei sistemi finanziari. La riforma finanziaria postula la creazione del Financial Service Oversight Council costituito da tutte le autorità di controllo e presieduto dal Tesoro per la vigilanza finanziaria sull'andamento dei cosiddetti rischi sistemici che nascono essenzialmente dalle istituzioni finanziarie sistematicamente rilevanti e dai potenziali rischi di instabilità connessi alla loro attività. L'organismo creato deve mettere a punto un *early warning system* per l'individuazione in anticipo delle situazioni caratterizzate dall'insorgenza dei rischi sistemici. I controlli sottintendono la loro importanza nell'individuazione delle problematiche legate alle crisi finanziarie. La riforma finanziaria attribuisce più ampi poteri alla FED per il controllo dei gruppi finanziari ampliando la gamma delle istituzioni finanziarie e dei rischi. In particolare, i rischi sistemici vengono posti all'attenzione per controlli più mirati e frequenti, individuando all'occorrenza modalità di intervento assai più tempestive rispetto al passato.

Carenze nei controlli e nelle modalità di intervento assai lente nel tempo originano diversi problemi influendo sulla propagazione della crisi finanziaria. La creazione di un nuovo organismo di vigilanza finanziaria insieme all'attribuzione di più ampi poteri alla FED vanno ugualmente nella giusta direzione di portare avanti più ampi e più frequenti controlli sull'andamento dei rischi sistemici e, quindi, sulle modalità di intervento.

Le grandi dimensioni sottintendono la loro importanza nell'evoluzione dei sistemi finanziari. La riforma finanziaria in-

troduce una diversa gestione dei problemi legati alle grandi dimensioni abbandonando il principio del *too big to fail* e decretando la chiusura di istituzioni finanziarie insolventi che pongono a rischio il sistema finanziario senza il sistematico ricorso ai salvataggi e all'immissione di denaro pubblico. In proposito, la riforma in discorso assegna al governo il potere per l'assunzione del controllo e la liquidazione delle grandi istituzioni finanziarie in crisi; l'intervento è gestito in modo coordinato da Tesoro, FED e FDIC rimuovendo il *management*.

La protezione dei consumatori dei prodotti finanziari presenta notevole rilievo. La riforma finanziaria postula la creazione del Consumer Financial Protection Bureau che costituisce una nuova agenzia federale incaricata di riscrivere e rafforzare le regole a protezione dei consumatori dei prodotti finanziari e, al tempo stesso, presuppone il rafforzamento dei poteri dei singoli stati a tutela degli stessi consumatori.

La protezione degli azionisti palesa notevole rilievo. In proposito, le retribuzioni dei *managers* incidono sul conto economico e, quindi, assumono importanza nell'evoluzione degli intermediari finanziari. La riforma finanziaria introduce la valutazione di amministratori indipendenti e un voto consultivo degli azionisti sulle retribuzioni dei *managers* legate a stipendi e premi. Il loro compenso non sempre influisce positivamente sulla *performance* dell'intermediario finanziario e, quindi, più alti compensi non equivalgono nella sostanza a migliori risultati economici.

La protezione degli investitori palesa notevole importanza nell'evoluzione dei sistemi finanziari. La riforma finanziaria introduce la ritenzione di una proporzione del rischio nella vendita di strumenti finanziari complessi e la creazione di un nuovo organismo per la risoluzione dei conflitti di interesse delle agenzie di *rating* e, nel contempo, fornisce agli investitori la possibilità di perseguimento delle agenzie di *rating* nel caso di condotta sbagliata.

La riforma finanziaria in discorso tende a incidere sulle criticità sollevate dalla crisi finanziaria nel contesto dei mercati finanziari e degli intermediari finanziari e dei consumatori e degli investitori in prodotti finanziari, ricercando presupposti per la stabilità dei sistemi finanziari. Tale riforma introduce cambiamenti nelle regole, nei controlli e nelle autorità di vigilanza pur essendo assai arduo formulare precise valutazioni sia per la numerosità dei regolamenti applicativi che devono essere emanati sia per la sperimentazione nel corso del tempo. In proposito, sono necessari alcuni anni sia per la stesura e l'implementazione dei regolamenti applicativi sia per la nascita e il completamento delle autorità di vigilanza ridisegnate mediante la riforma finanziaria introdotta negli Stati Uniti. Al presente, sussistono indicazioni di più regole, controlli e autorità di vigilanza e invece non sussistono riscontri sulla concreta efficacia nell'insorgenza di crisi finanziarie per il futuro. A una valutazione pur sempre approssimativa, il ridisegno nelle regole, nei controlli e nelle autorità di vigilanza sottintende cambiamenti non molto incisivi.

In questo ambito, la FED negli Stati Uniti spinge per requisiti più stringenti in termini di capitale e composizione del capitale e in termini di liquidità e composizione della liquidità delle banche analogamente alle banche centrali in Europa che spingono verso Basilea 3.

La FED ha interesse all'introduzione di più rigorosi requisiti di capitale e di liquidità perché i fallimenti bancari negli Stati Uniti legati alla crisi finanziaria sono stati numerosi sino ad oggi e con tutta probabilità continueranno per gli anni futuri perché il numero delle banche giudicate a rischio è alto e, quindi, gli interventi del FDIC ugualmente saranno numerosi.

Pur introducendo più regole, più controlli, più autorità di vigilanza, la riforma finanziaria non incide sulle patologie insorte nell'industria bancaria per le situazioni critiche legate all'insorgenza, alle manifestazioni e al protrarsi della crisi finanziaria. La riforma finanziaria non incide neppure sulle patologie insorte in altre industrie finanziarie pur essendo di minore rilevanza.

7. La cosiddetta riforma finanziaria Obama introduce cambiamenti nell'operatività dei mercati finanziari, degli intermediari finanziari, dei rischi sistemici, delle grandi dimensioni, della protezione dei consumatori, della protezione degli investitori e della protezione degli azionisti. I cambiamenti sottintendono più regole nei mercati dei derivati, riducendo la componente *OTC* e l'operatività delle banche e creando l'autorità di vigilanza per la verifica sull'andamento dei rischi sistemici, l'agenzia federale per

la tutela dei consumatori di prodotti finanziari, la protezione degli investitori e l'imposizione di un freno alle rimunerazioni dei *managers*.

I mutamenti tendono all'introduzione di più trasparenza nel mercato dei derivati, alla riduzione degli eccessi speculativi nei comportamenti degli intermediari finanziari, alla verifica sull'evoluzione dei rischi sistemici. I mutamenti vanno nella giusta direzione per la riduzione dell'attività più speculativa e, quindi, il *trading* e, al tempo stesso, l'insorgenza di fattori di crisi.

A ben vedere, i mutamenti in discorso non appaiono molto incisivi e, quindi, tendono a ridurre ma non eliminare i fattori per l'insorgenza di nuove crisi finanziarie sussistendo pericoli e valutando attentamente le modalità di manifestazione della recente crisi finanziaria originata negli Stati Uniti e diffusasi negli altri paesi del mondo. Una larga parte dell'attuazione della cosiddetta riforma finanziaria Obama deve essere portata a termine mediante la stesura di una serie di regolamenti e la creazione di nuove autorità di vigilanza e, quindi, l'impatto, la misurazione dell'efficacia e la capacità di prevenzione rispetto all'origine di nuove crisi finanziarie devono essere verificati per il futuro alla luce della concreta attuazione e dell'evoluzione dei sistemi finanziari.

Pur non essendo fortemente incisivi e radicali, i cambiamenti nelle regole, nei controlli, nell'assetto delle autorità di vigilanza gettano le premesse per un freno agli eccessi speculativi nel contesto dei mercati finanziari e degli intermediari finanziari.

Il ridisegno delle regole e dei controlli presuppone stadi successivi per la stesura e il completamento dei regolamenti applicativi e, al tempo stesso, per il varo delle nuove autorità di vigilanza e, quindi, il futuro della riforma finanziaria sarà legato al concreto assetto definitivo e alle interazioni fra nuove regole, nuovi controlli e nuove autorità di vigilanza rispetto alle caratteristiche, al livello di sofisticazione delle scelte e al grado di evoluzione dei sistemi finanziari sia negli Stati Uniti sia nei paesi del mondo.

La riforma finanziaria di per sé considera tipicamente strumenti finanziari, mercati finanziari e intermediari finanziari e tende alla creazione di meccanismi restrittivi agli eccessi speculativi e alla nascita e alla proliferazione dei rischi finanziari. Pur sussistendo tempi di completamento non proprio brevi, la riforma finanziaria inizia la produzione dei riflessi partendo dagli Stati Uniti e, quindi, altri paesi del mondo possono trarre spunti per analisi dell'impatto, traendo indicazioni per i loro cambiamenti nelle regole e nei controlli. Solo mutamenti tendenzialmente uniformi e progressivamente diffusi agli altri paesi del mondo sono in grado di sortire migliori risultati sul piano della prevenzione e del contrasto delle future crisi finanziarie.

E' pur vero però che la riforma finanziaria non coinvolge l'intera gamma degli strumenti, dei mercati e degli intermediari finanziari e non è diffusa e applicata alla stragrande maggioranza dei paesi del mondo e, quindi, non v'è da escludere l'insorgenza di altre crisi finanziarie pur sempre legate a patologie ed eccessi di crescita negli strumenti di debito degli stati, delle imprese o

istituzioni finanziarie e pur sempre legate a errate valutazioni dei rischi e carenze nelle regole e nei controlli.

Fabiano Colombini
Ordinario di Economia degli Intermediari
Finanziari nell'Università di Pisa

IL COSTO DEL CREDITO*

ABSTRACT: *Starting out from the definition of money as a productive good, this paper sets out to examine the principle of risk sharing, where the financier and the borrower share a common interest. This principle secures an adequate degree of growth, whereas the modern financial system sets stringent rules designed to protect the lender in the context of investment contracts that have the adverse effect of translating the effects of extraneous risks into effects on the supply of credit and collateral conditions. In the Italian legal system, the Banking Law of 1936-38 provides in Article 32(b) a first notion of the cost of credit, the Civil Code of 1942 introduces in Article 1283 the legal concept of compound interest ("anatocismo"), whilst Article 2-bis of the recent Law No 2/2009 governs the concept of the maximum overdraft ("massimo scoperto"). These measures did not efficiently address the important question of access to credit; as a result, a closer examination of the new rules of Basel III suggests that this brings to light a manifest normative gap in financial regulation.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. I primi interventi normativi. - 3. I problemi.

1. Il problema del costo del credito è antico per il nostro ordinamento, che ormai da secoli ha riconosciuto come eticamente e giuridicamente condivisa la considerazione del denaro come bene fruttifero, superando il noto precetto religioso contrario, espresso nella nostra tradizione da un passo evangelico[1], ma comune alle religioni monoteistiche originatesi nel bacino mediorientale. Principio superato poi, nella dottrina cattolica, con l'evoluzione medievale della patristica che incomincia a distinguere la figura del 'mercante' – *i.e.* soggetto nelle cui mani il danaro fruttifica - come destinatario del prestito, ma tuttora ben vivo nella tradizione islamica.

Su tale tradizione si fonda la finanza *Shari'ah compliant*[2], tuttora basata sul divieto di *ribà,* termine che unitamente indica –

---

* Il presente lavoro prende spunto dalla 'puntura di spillo' al seminario "L'attività delle banche", Vicenza, 21 maggio 2010.

[1] Il famoso "Mutuum date, nihil inde sperantes", Luca, 6, 35.

[2] Su cui v., da ultimi, C. PORZIO (a cura di), *Banca e finanza islamica. Contratti, peculiarità gestionali, prospettive di crescita in Italia*, Bancaria Editrice, 2009, nonchè BALISTRERI, *La finanza islamica: una visone d'insieme*, 16.4.2010, al sito

come nella prima dottrina cattolica - corresponsione d'interessi e usura, accomunati in un divieto ispirato alla visione solidaristica che attraversa il Corano[3]. Visione nel cui ambito si colloca il diverso principio di condivisione del rischio, secondo cui finanziatore e finanziato sono legati da un comune interesse; principio che sembra ormai perso nella professionalità della banca occidentale[4] e che può invece costituire un importante volano di crescita, superando l'attuale approccio del sinallagma squilibrato, in cui lo stesso ordinamento pone sempre più stringenti regole di autotutela del prestatore, che traslano gli effetti di rischi generati da altra matrice e negativamente ricadono sulle erogazioni di credito e sulle relative condizioni.

Nel nostro mercato sono, peraltro, ancora dominanti i modelli della finanza occidentale, dei quali mi occuperò proponendo alcune considerazioni sulle metodiche d'intervento sul costo del credito sperimentate nell'ordinamento nazionale; metodiche diverse, che si sono alternate nel corso del tempo e che – purtroppo – risultano compresenti nella recente normativa, con una casuale vaghezza che vede convivere istanze disomogenee, a tutto scapito della costruzione di una regolazione efficiente, che bilanci i con-

---

www.medarabnews.com, ove anche altri contributi; P. IMAM and K. KPODAR, *Islamic Banking: How Has it Diffused?*, IMF WP/10/195, , August 2010. Risulta interessante anche un altro recente studio del Fondo Monetario Internazionale, dedicato a valutare comparativamente la tenuta dei diversi sistemi nella crisi, M. HASAN and J. DRIDI, *The Effects of the Global Crisis on Islamic and Conventional Banks: A Comparative Study*, IMF WP/10/201.

[3] Anche qui, un passo noto fonda il divieto: "Quel che voi prestate a riba perché aumenti sui beni degli altri, non aumenterà presso Dio. Ma quello che date in elemosina, bramosi del Volto di Dio, quello vi sarà raddoppiato" (Corano, XXX, 39).

[4] Per le vicende che, nell'ordinamento italiano, hanno portato a tale depauperamento del patrimonio professionale dei banchieri, che non hanno adoperato le possibilità di forme non burocratizzate di finanziamento alle imprese consentite anche nella vigenza della legge bancaria, v. A. ANTONUCCI, *Merchant banking*, Cacucci, 1989.

trapposti interessi coinvolti dagli interventi sul costo del credito, non sclerotizzandoli sui binari di un'inevitabile rotta di collisione.

2. I primi interventi sul punto si riscontrano nella legge bancaria del 1936-'38[5] che, fra gli strumenti di governo del credito di cui al cruciale art. 32, subito (alla lett. *b*) introduce strumenti di controllo su tassi, condizioni...in una: sul costo del credito. La norma non è stata, a parere di molti prudentemente, mai adoperata. In realtà, essa svolgeva già il suo ruolo per il sol fatto di essere dettata, costituendo monito a mantenere il cartello interbancario da alcuni anni stipulato, che costituiva strumento di indiretto governo della base monetaria.

Intervento rilevante si ha, poi, nel codice civile del 1942 ove, disciplinando l'anatocismo (art. 1283), si fa espressa salvezza degli usi difformi, introducendo previsione che – negli stessi lavori preparatori – è ricondotta agli usi bancari, con un voluto effetto di salvaguardia dell'esistente.

Nei successivi trent'anni – a quadro normativo invariato - sono maturati due fenomeni di pari peso: la massificazione del ricorso al credito bancario, sia da parte delle imprese che delle famiglie, anche con emersione di soggetti organizzati per la tutela delle posizioni della clientela bancaria; la somministrazione sempre più intensa di impulsi concorrenziali alla "foresta pietrificata" del sistema bancario anche con riguardo alle condizioni contrat-

[5] V. MEZZACAPO, *sub* art. 32, in F. CAPRIGLIONE, V. MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato della banca*, Giuffrè, 1990, I, 321 ss.; PATRONI GRIFFI, *La concorrenza nel sistema bancario*, Jovene, 1979, 238 ss.

tuali, portate già negli anni '80 all'attenzione della Commissione CE. Fra normativa comunitaria e legge antitrust nazionale, si giunge ormai pacificamente, negli anni '90, a riconoscere la non specialità dell'attività bancaria ai fini dell'applicazione delle norme a tutela della concorrenza, con la conseguente incompatibilità della funzione assegnata al cartello dalla legge bancaria. Funzione che, a livello contrattuale, si esplicava con la nota clausola "uso piazza", simulacro convenzionale che dava veste ad una determinazione in genere unilaterale – salvi i casi *captive* per legami economici o politici – e occulta del costo del credito.

Si pone, quindi, la questione di verificare che cosa sopravviva, nel mutato scenario, dei tre caratteri configuratisi nel sistema fin qui schizzato: cartello che fissa condizioni contrattuali unilateralmente determinate e occulte. Nessuno dei tre caratteri gode ottima salute, per quanto ciascuno mantenga diverso grado di vitalità:

- la normativa antitrust ha via via contenuto il ruolo del cartello e sono state proprio iniziative antitrust[6] che hanno dato il via alla problematica della commissione di massimo scoperto;
- la determinazione unilaterale delle condizioni contrattuali resta una costante, per quanto arginata sia da forme di concertazione con organizzazioni portatrici di interessi della clientela, sia e soprattutto dall'interlocuzione forte della giurisprudenza, specie a partire dalle sentenze del '99 sull'anatocismo che radicalmente

[6] Sfociate nelle condanne delle maggiori banche nazionali, con i provvedimenti che possono leggersi tutti nel *Bollettino* dell'AGCM n. 50 del 4.1.2010. Sull'avvio dell'iniziativa con "provvedimenti conoscitivi"v. B. INZITARI, P. DAGNA, *Commissioni e spese nei contratti bancari,* Cedam, 2010, 168 ss.

invertivano l'orientamento di "tutela pupillare" del sistema bancario fino ad allora dominante[7];

- quanto al terzo carattere, è nota l'evoluzione della disciplina di trasparenza, dalle prime avvisaglie 'abortite'[8], alla legge del '92 che ha avviato un trend caratterizzato da un costante consolidamento, specie operato dalla normativa secondaria.

3. Questo lo scenario, fino a che in anni recenti non riemerge, inopinatamente, il divieto, e non solo negli interventi contingenti del 2008-2009, ma già prima, nelle 'lenzuolate' Bersani[9], e dopo, prospettandosi finanche in posizione ufficialmente espressa dal Presidente dell'Autorità garante della concorrenza[10]. L'innegabile constatazione pone almeno due livelli di problemi, l'uno relativo alla *ratio* del ritorno il divieto, l'altro alla tecnica legislativa con cui tale ritorno è realizzato. Sul primo problema. Il ritorno al divieto all'evidenza risponde ad una insufficienza della disciplina di trasparenza a governare l'andamento del costo del credito[11], sia nella prospettiva del governo dei flussi in relazione alle esigenze di mercato, sia nella prospettiva propria e immediata della disciplina, di riequilibrio delle posizioni contrattuali discendente dal

---

[7] Da ultima G. CAPALDO (a cura), *L'anatocismo nei contratti e nelle operazioni bancarie*, Cedam, 2010

[8] Art. 8 l. 1° marzo1986, n. 64, rubricato "Uniformità del trattamento praticato da aziende ed istituti di credito", ferocemente avversato nella sua genesi, mai applicato e dopo poco abrogato (art. 4, l. 19 dicembre 1992, n. 488).

[9] Sulle cennate normative si consenta il rinvio ad A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, 4° ed., Giuffrè, 2009.

[10] Nell'Audizione del 21 aprile 2010 innanzi alla VI Commissione del Senato, che fa seguito alla Segnalazione del 29 dicembre 2009 (AS647) relativa al problema degli scoperti transitori.

[11] E ciò nonostante il pressing operato sia dall'Autorità di settore che dall'Autorità garante della concorrenza, su cui v. A. ANTONUCCI, *La commissione di massimo scoperto fra usura, trasparenza e parziale divieto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, 320 s.

riallineamento di asimmetrie informative. E – successivo grado del problema – tale insufficienza va addebitata alla metodica della trasparenza, alla sua implementazione, spesso e tuttora molto faticosa[12], ovvero ad entrambi gli elementi? Quel che mi pare certo è che la trasparenza risulta, fra gli *idola fori* consolidati della disciplina del mercato finanziario, quello il cui altare ormai mostra più di una crepa già sul terreno proprio, del riequilibrio contrattuale[13], senza dire della sua strutturale inidoneità a perseguire specifici obiettivi di mercato diversi da quelli della *workable competition*. In base a questi rilievi, diviene agevole riconoscere la *ratio* del ritorno al divieto, funzionale a perseguire finalità valutate rilevanti dal legislatore; finalità diverse nelle accennate linee d'intervento, che si sono disomogeneamente susseguite negli ultimi anni. Prescindendo qui dalla valutazione di tali finalità e passando al secondo dei problemi enunciati, l'elemento che desta preoccupazione a fronte di tali interventi è di tecnica normativa, caratterizzata da un intreccio ibrido fra strumenti autoritativi e di trasparenza che ha visto l'apice nella disciplina della commissione di massimo scoperto[14], la quale ha finito per tradire le finalità dichiarate avendo l'effetto – attraverso l'imposizione di oneri le-

[12] Basti solo pensare ai tempi di 'elaborazione condivisa' dell'ISC previsto dalle istruzioni di vigilanza in materia di trasparenza del luglio 2009 e varato quasi un anno dopo, in forma di discutibile complessità.

[13] La forte usura del principio emerge anche nella omologa disciplina della prestazione di servizi di investimento su cui, da ultimo, v. il mio *Declinazioni della* suitability rule *e prospettive di mercato,* in corso di pubblicazione in *Banca borsa tit. cred.*, specie par. 3.

[14] Com'è noto, l'art. 2 *bis* l. n. 2/2009, introdotto in sede di conversione del c.d. decreto anticrisi n. 185/2008, fa ricorso allo strumento della comminatoria di nullità di clausole relative al costo del credito, con una serie di *distinguo* su cui diffusamente v. F. MAIMERI, *La commissione di massimo scoperto*, Cacucci, 2010, 102 ss. Ma "l'operare della nullità è paralizzabile con il ricorso ad un agevole strumentario di stabile impiego nei rapporti fra banca e cliente", ricalcandosi le linee tipiche della disciplina della trasparenza bancaria. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, cit., 306.

gali e burocratici – di traslare sotto altre voci la medesima (quando non maggiore) entità di costi[15], la cui opacità è complessivamente accresciuta dal fiorire di un'intrecciata serie di nuove denominazioni, spesso frantumate per fasce di utenza[16].

E tuttora senza seguito è la 'minaccia' di nuovi interventi contro tale prassi pronunciata dal Governatore in occasione della Giornata del risparmio 2009, seguita ad un deciso invito alla "drastica semplificazione, una volta per tutte, della struttura delle *commitment fees*"[17]. Nelle more, l'abrogazione secca del divieto veniva inserita nello schema di d. lgs. di adeguamento alla direttiva 2008 sul credito al consumo, se estemporaneamente (con il ricorso alla tecnica della legge-tadem, per garantirne la pronta approvazione) o tendenziosamente (dato che il problema non è limitato ai consumatori, il cui credito ha peraltro costi particolarmente elevati, ma investe la generalità della clientela affidata e, specie in questa fase, soprattutto le imprese) non mette qui conto soffermarsi. Ma il 'colpo di spugna' non è sopravvissuto nella definitiva versione della legge[18]. Resta il fatto che il fenomeno del costo del credito non è stato governato dal divieto e, se ha incontrato qualche flessione, ciò è disceso dall'andamento al ribasso dei tassi dovuto alla politica monetaria espansionistica

[15] Dall'ultima rilevazione pubblicata dalla Banca d'Italia, in *Bollettino statistico*, II/2010, emerge che, a marzo 2010, circa un quinto delle imprese ha rilevato un inasprimento delle condizioni complessive di indebitamento, in larga parte riconducibile ad un peggioramento delle condizioni di costo e garanzia sui nuovi finanziamenti. Si ha, quindi, solo una flessione di un trend macroscopicamente presente nelle rilevazioni del 2009, ove l'inasprimento era avvertito da circa un terzo delle imprese.

[16] M. CIAN, *Il costo del credito bancario alla luce dell'art. 2-bis l. 2/2009 e della l. 102/2009: commissione di massimo scoperto, commissione di affidamento, usura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 182 ss.

[17] Il brano citato è a p. 11 del testo diffuso nel corso della Giornata mondiale del Risparmio del 2009, Roma, 29 ottobre 2009.

[18] Sul punto, F. MAIMERI, *op. cit.*, 11 ss.

che anche la BCE ha dovuto seguire sulla scia della rotta rudemente segnata dalla FED.

Resta, per altro aspetto, il rilievo che il primo problema è oggi quello di poter avere l'accesso al credito, problema che non risulta efficacemente contrastato[19]: tutti gli indicatori mostrano una contrazione degli impieghi creditizi, che sta fortemente pregiudicando il tessuto economico del Paese. E l'avvio di Basilea 3, con un impianto focalizzato sul rafforzamento dei requisiti patrimoniali delle banche, per diffusa opinione sembra non tenere in debito conto cruciali profili relativo al credito erogato, facendo anzi presagire un aggravio della situazione.

Antonella Antonucci
Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università di Bari

[19] Da ultimi, N. ROUBINI, S. MIHM, *La crisi non è finita*, Feltrinelli, 2010, specie 183 ss. e 350 s., si soffermano sulla politica di "allentamento quantitativo" impostata dalla FED e sulla sua inidoneità a contrastare la stretta creditizia, provocando piuttosto tesaurizzazioni e investimenti "nelle attività più sicure in circolazione". Così, le banche "prendendo a prestito denaro dalla FED a tassi ufficiali prossimi allo zero e reinvestendolo in titoli del Tesoro decennali o trentennali con un tasso di interesse del 3 o del 4 per cento, potevano realizzare guadagni certi tenendosi alla larga da prenditori rischiosi che strepitavano per ottenere un prestito" . Tali comportamenti non hanno, per altro aspetto, avversato i segnali di deflazione normalmente contrastati dalle politiche di allentamento quantitativo, per cui gli autori prevedono – e Roubini è l'economista che, dal podio del Fondo Monetario Internazionale, preannunciò la crisi nel settembre 2006 – che "le pressioni deflazionistiche persisteranno nel breve periodo nella maggior parte delle economie avanzate e in alcuni paesi emergenti".

"DERIVATIVES" IN THE LIGHT OF RECENT FINANCIAL INSOLVENCY PROCEDURES (LEHMAN BROTHERS) AND THROUGH GLIMPSES OF COMPARATIVE ANALYSIS

ABSTRACT: *L'insolvenza Lehman Brothers, esplosa or sono due anni, non solo ha determinato conseguenze di tipo economico sull'intero scacchiere mondiale (il credit crunch, dunque la minore disponibilità delle banche ad erogare credito), ma anche ha avuto rilevanti riflessi di tipo negoziale su specifiche tipologie di contratto, i derivatives esistenti fra le entità di tale gruppo con soggetti terzi, risolti anticipatamente alla luce della insolvency della controparte. La disamina che segue, partendo da un caso di studio, si estende ad un approfondimento di tipo teorico della contrattualista "derivata", considerata da un punto di vista civilistico, gius-fallimentare e regolamentare. L'inquadramento concettuale viene affrontato con una metodica comparatistica, incentrata sulla legislazione britannica (nelle giurisdizioni anglo-gallese e scozzese) e su quella italiana. Le risultanze dell'analisi sono alquanto sorprendenti, in quanto la comparazione porta a valutare l'ordinamento italiano, quale "paradigma" degli ordinamenti di civil law, pur nelle sue storiche rigidità, il più idoneo tanto a disciplinare tale tipologia di operazioni quanto a salvaguardare gli interessi delle relative parti contraenti; per contro, l'ordinamento britannico – ed in particolare quello inglese – risulta essere quello con i maggiori rischi, stanti talune sue peculiarità: (i) l'assenza di un principio di buona fede nel common law; (ii) la consideration – il corrispettivo – quale requisito affinché un contratto sia valido. Da ultimo, in una logica meta-legale, l'articolo adombra anche la possibilità che lo shock finanziario che ha duramente colpito, negli ultimi due anni, le istituzioni finanziarie anglo-sassoni sia stato favorito finanche dal fatto che i rispettivi ordinamenti di common law hanno tollerato, forse oltre modo, tali operazioni contrattuali; una intrigante esegesi che sembrerebbe finanche giustificare la presa di posizione dei politici "continentali" nella immediatezza delle insolvenze bancarie.*

SUMMARY: 1. Foreword. – 2. Derivatives in a Nutshell. - 3. Characterisation of Derivatives at Common Law. - 4. Enforceability of Derivatives vis-à-vis Public Entities at Common Law. - 4.1. The "Phantom of the Past": Hazell v Hammersmith. - 4.2. Further Rulings. - 5. Derivatives and Banking Insolvency under English Law and Scots Law; the Lehman Brothers' "Sword of Damocles". – 5.1. Derivatives as Onerous Acts. - 5.2. Derivatives and Termination (Rescission). - 6. A Simulation of a Lehman Brothers' Collapse in a Civilian System (the Italian Jurisdiction). 7. Conclusions.

1. Major banks and financial institutions, whose "financial statements" had been thought of being, by definition, "bankruptcy remote" for decades, have proved to be quite the opposite.

Through turbulent and dramatic circumstances, the banking sector, for the first time in more than seventy years, has seen important players go *de facto* insolvent or, even worse, be formally subject to insolvency procedures. Ironically, the globalisation of integrated markets, a concept previously and emphatically celebrated as the *"deus ex machina"* of the system, and therefore a "recipe" for prosperity, has even accentuated the magnitude of this economic *debacle* and given rise to a chain reaction which has increasingly resulted in a "Pandora's box" of insolvencies spreading throughout the entire globe.

Against this backdrop lies the analysis of this article, whose scope is inclusive of both a discussion on a peculiar typology of contracts - derivatives - particularly common among institutions operating at international level, and of a full description of their legal characteristics, also drawing, where appropriate, comparison with a civilian jurisdiction, the Italian law. Beyond the contingency of the latest events, derivatives, also known as speculative transactions,[1] have traditionally drawn the attention of scholars, due to the intense debate as to the same validity and/or enforceability of certain specific clauses embodied in the relevant contractual frameworks. In the light of this, this article will carry out a scrutiny as to the way key jurisdictions have evolved over the last three decades, turning away from provisions that could have banned such transactions, to a "legal scenario" which tends to adopt a more market-friendly approach to the matter. Needless to say, it will also be hinted at how more recently the STs "acted"

[1] Henceforth also *"ST(s)* and/or *"Derivative(s)"*.

in the globally widespread financial turmoil where these transactions were for the first time empirically tested in the context of the "pathology" (*i.e.* the insolvency) of one of the contracting parties.

2. STs are agreements whereby a party contracts with another (usually a bank with another bank, but also a bank with a non-banking counterparty) to receive benefit from the variation of a specific, underlying good or, more technically, an asset. The underlying transaction, therefore, is a *"yardstick"* for the ST on which the agreement's consideration is calculated.[2]

STs may be concluded over-the-counter and, as such, outwith the securities market.[3] In this case, although the involved parties are theoretically free to fix their contractual relationship by way of a one-to-one, reciprocal negotiation of the relevant terms and conditions, it is likely that they will adopt a standard contractual platform. Among the different frameworks available in the market, the parties concerned will probably end up adhering to the covenants set forth under the "aegis" of the "International Swaps and Derivatives Association".[4] This is fundamental-

[2] In terms of non-legal literature, see DA Dubofsky & TW Miller, *Derivatives: Valuation and Risk Management* (Oxford University Press, Oxford 2003) *passim*.

[3] ME Murray, "UK Financial Derivatives Commodities Markets" in M Blair & G Walker (eds), *Financial Markets and Exchanges Law* (Oxford University Press, Oxford 2007) 267, particularly footnote 267.

[4] Commonly referred to as the ISDA Master Agreement. The text of the ISDA Master Agreement is a trademark of the ISDA. The latest version of the ISDA Master Agreement (2002) is available on the internet at the following site: http://www.isda.org. Paradoxically, among the operators, the ISDA Master Agreement 1992, which is the previous version of the MA 2002, is still more popular and statistically more frequently adopted. Undoubtedly and despite the several attempts of "competitors" to come up with an alternative

ly a triple-layer contractual framework, hinging upon (i) a "Master Agreement"[5] encompassing the main clauses applicable to the contractual relationship concerning derivatives between the two parties concerned, (ii) a "Schedule", comprising of the intention of such parties to conclude the MA, in several cases containing norms aimed at derogating and/or amending the mainstream ones being part of the Master itself,[6] and finally (iii) the "Confirmation", a document specifying in a laconic way the specific transaction that, from time to time and during the validity of the MA, the parties might decide to conclude and whose covenants will be automatically those stemming from the combined reading of both the Master and the Schedule. Section 14 of the ISDA MA 2002, bearing resemblance to the 1992 framework, takes pain to define different typologies of so called "Specified Transactions", incorporating, for instance, swaps, options and futures. Usually the Schedule does not derogate from this wording, meaning that the MA will apply to all the transactions falling within the perimeter of the standard definition of "Specified Transactions". However, it is not unlikely that the contracting parties will opt for either (i) expanding the "list" of transactions falling within the scope of the Master Agreement or conversely, (ii) restricting the scope of the definition through an express exclusion of one or more of the transactions mentioned under Section 14. In any case, should the

"Derivatives Master", the successfulness of the ISDA Master Agreement is still unquestionable and bankers across the world tend to enthusiastically use it.

[5] Henceforth, in mentioning a Master Agreement, reference will be made also to either the acronym "MA" or the expression "Master".

[6] Henceforth also the "Schedule".

parties enter into a transaction belonging to one of the categories specified under both the MA and the relevant Schedule, the same transaction shall automatically fall within the contractual ambit of the MA and the terms and conditions of it (as derogated by the Schedule, if the case may be) will apply automatically. Because of this, there shall be no need for the signing of a new separate contract and the previous Schedule will suffice for the purposes of the relevant official text existing between the contracting parties in respect to that specific transaction.

3. Originally, under the UK legislation,[7] (i) the provisions of law did not cater for a specific list of derivative transactions;[8] (ii) the legislation laboured to describe the perimeter of the *"regulated activities"* (but not of the financial instruments),[9] such activities being reserved exclusively either to banks or to investment firms.[10] In contrast, more recently and under the "auspices" of the

[7] Namely, the *Financial Services Act 1986* and, later on, the *Financial Services and Markets Act 2000*.

[8] Remarkably, in spite of the term *"derivative"* not being defined, a list of STs is nonetheless provided, at a sub-legislative level, (under the auspices of the competent self-regulatory organization – the FSA) to encompass options, futures or, more generally, contracts for differences. See the *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001, SI 2001/544*, where such activities and financial instruments, including derivatives, are contemplated in detail (A Hudson, *Hudson The Law of Finance* (5th edn Sweet & Maxwell, London 2009) 1087,1108; M Blair, G Walker & R Purves, *Financial Services Law* (2nd edn Oxford University Press, Oxford 2009) *passim*; A Haynes, *Financial Services Law* (Butterworths Lexis Nexis, London 2002) 24,50; EP Ellinger, E Lomnicka & RJA Hooley, *Ellinger's Modern Banking Law* (4th edn Oxford University Press, Oxford 2006) 35; G McMeel & J Virgo, *Financial Advice and Financial Products* (Oxford University Press, Oxford 2001) 146.

[9] See Sect. 22 of the FSMA 2000 (headed *"Regulated Activity"*).

[10] In this respect Sect. 31 of the *FSMA 2000*. Among scholars, comments in respect of both/either the FSA 1986 and/or the FSMA 2000, may be found among others in M Hapgood, *Paget's Law of Banking* (Butterworths Lexis Nexis, London

European Union over-layer, an explicit categorisation of derivatives is that contained in Directive 2004/39/EC;[11] as a result, STs must be deemed as explicitly falling within the broader definition of "financial instruments" also in the UK and in each Member State.[12]

Generally speaking, case law does not contend in respect to the general legality of STs. Neither does it dispute if STs themselves are against public policy,[13] the general lawfulness of the contracts at stake being taken for granted. On the other hand, UK law could not cast into doubt the lawfulness itself of the STs either, in light of the general principle according to which, as emphasised by scholars, *"the law* [*ie* UK law] *is generally supportive of contract"*.[14]

2003) *passim*, as well as in S Gleeson, *Financial Services Regulation: the New Regime* (Sweet & Maxwell, London 1999) 52,64.

[11] The *Markets in Financial Instruments Directive* ("MiFID"), supplemented by the *MiFID Implementing Directive* ("MID"), Directive 2006/73/EC. More specifically, Annex C (headed "Financial Instruments"), particularly n. 4,5,6,7,8,9 and 10, caters for a line-up of Derivatives. R Parlour, "European Law Considerations" in A Haynes (ed), *Financial Services Law Guide* (Tottel Publishing, London 2006) 444. See also footnote 63 *infra*. A previous - albeit incomplete - categorisation of derivatives, also at European level, was that mentioned in the Section B of the Directive 93/22/EEC (Investment Services Directive).

[12] In the UK, the domestic adaptation to the new European rules is the result of the *Financial Services and Markets Act 2000 (Markets in Financial Instruments) Regulations 2007 (SI 2007/126)*. See A Hudson, *Securities Law* (Thomson/Sweet & Maxwell, London 2008) 49,60. For general comments relating to the "MiFID Directive", see also J Ryan, "An Overview of MiFID" in C Skinner (ed), *The Future of Investing in Europe's Markets after MiFID* (Wiley Finance Series 2007) *passim*.

[13] See, among scholars, in respect of the *"public policy"* concept: E Mckendrick, *Palgrave Macmillan Law Masters. Contract Law* (8th edn Palgrave Macmillan, London 2009) 260,276; E Mckendrick, *Contract Law. Text, Cases, and Materials* (3rd Oxford University Press, Oxford 2008) 714,765.

[14] JAK Huntley, J Blackie and C Cathcart, *Contract: Cases and materials* (2nd edn Green & Son, Edinburgh 2003) 238.

In looking at the STs from an entirely different perspective, the economic definition of the same[15] could suggest, even under common law,[16] an indirect characterisation of such a contract as gaming.[17] The legal concept of gaming lies fundamentally on the averment of Hawkins J. in the landmark case of *Carlill vs Carbolic Smoke Ball Co.*[18] Doctrinally, such a definition is elaborated further; in essence, scholars place emphasis on the fact that a future uncertain event, in the context of the gaming, is uncertain not simply because it is a future event, but because it is not yet ascertained, at any rate to the knowledge of the parties.[19]

It must be noted that, under statute, although speculation in stock and shares is generally permitted by law,[20] transactions would be considered as void and unenforceable,[21] if the very ob-

---

[15] As hinted at under Chapter 1 *supra*.

[16] For the purposes of the comparative analysis, see Chapter 6 *infra*.

[17] *E.g.* under *Morgan Grenfell & Co. Ltd v Welwyn Hatfield District Council* [1995] 1 All. E.R. 1, Hobhouse J. averred that a swap concluded between a local authority and a bank was not to be classified as a wager, the final purpose of the authority being merely an accounting one.

[18] [1892] 2 Q.B. 484 (Queen's Bench Division).

[19] See DD Prentice, "Illegality and Public Policy" in HG Beale (ed), *Chitty on Contracts. Volume I. General Principles* (30th edn Sweet & Maxwell/Thomson Reuters, London 2008) 1089,1212.

[20] The "opening" towards the STs coincides with the passing of the *Gaming Act 1968*, now replaced by the *Gaming Act 2005*. Before the enactment of the *Gaming Act 1968*, different provisions used to rule the gaming sector. In detail, attention has to be paid to Sect. 18 of the *Gaming Act 1845*. It is worth noting that the strict approach suggested by such rules, left room, under case law, for feeding and reinforcing a significant judicial strand, stating, at times, the unenforceability of agreements on securities, hinged upon the payment of differences. See *Universal Stock Exchange Ltd v Strachan* [1896] A.C. 166 (Court of Appeal); *Re Future Index Ltd* [1985] F.L.R. 147 (Chancery Division (Companies Court)); *Strachan v Universal Stock Exchange Ltd* (No 2) [1895] 2 Q.B. 697 (Queen's Bench Division).

[21] Apart from the specific matter of the securities, English Court decisions have traditionally curtailed the gaming transactions with the sanction of the avoidance and unenforceability; in this respect see the following *decisa*: *Earl of Ellesmere v Wallace* [1929] 2 Ch.1 (Court of Appeal); *Brogden v Mariott* [1836] 3 Bing.N.C.

ject of the same were merely to consist on paying differences, that is to say, if each party's real intention was to speculate in respect of the variation between the price at the time of the contract[22] and the price at the latest stage of the settlement.[23] In a more lucid way, under Scots law, scholars clearly identify a demarcation line between transactions on the price of shares or commodities *"entered into in the normal way in the stock exchange or between brokers in commodities"*[24] and, conversely, transactions concluded outside the stock exchange,[25] are merely based on differences and where no obligation to deliver the shares or the commodities has been undertaken. In this second case, a theoretical characterisation as gaming would be inevitable.[26] Similarly, authors distinguish between the unenforceability usually affecting the *sponsiones ludicrae* and the validity which contracts collateral to a gambling transaction usually benefit from.[27] On the other hand, any possible overlap between STs and this rule, theoretically impinging on the unenforceability of any claim hinged

88; *Hill v William Hill (Park Lane) Ltd* [1949] A.C. 530 (House of Lords); *Hyams v Stuart King* [1908] 2 K.B. 696 (Court of Appeal).

[22] *Ie* at the time when the contract is entered into (the *"signing"*).

[23] *Ie* at the time when the contract becomes effective, technically also referred to as the *"closing"*.

[24] WW McBryde, *The Law of Contract in Scotland* (3rd edn Thomson/W.Green, Edinburgh 2007) 509. Such transactions shall not be categorised as "gaming". See *Risk v Auld and Guild* (1881) 8 R. 729.

[25] *Mutatis mutandis*, the so called "over-the-counter" Derivatives particularly common in the market experience of the last decade and described *funditus* under this article.

[26] As to the general category of the illegality, refer also to LJ Macgregor, 'Illegal Contracts and Unjustified Enrichment' (2000) Edinburgh Law Review 4(1), 19,45.

[27] JAK Huntley, J Blackie and C Cathcart, *Contract: Cases and Materials* (2nd edn Green & Son, Edinburgh 2003) 244. Similarly and under authorities, see *Knight & Co v Stott* (1892) 19 R. 959 and, more recently, *Robertson v Anderson* (2003) S.L.T. 235.

on the relevant contractual obligations,[28] is formally hindered, in the UK,[29] in the light of a significant and entrenched legislative framework which notably amended the *Gaming Act 1968* as early as 1983.[30] In force of this law provision, unenforceability may not be relied upon by a licensed dealer in securities; thus, should one of the party enter into an ST *"for differences"* by way of investment business, the enforceability would not be under discussion and neither party could successfully rely on the "exception of gaming" encompassed by the *Gaming Act* at stake.[31-32] In recent times, the validity of STs under UK law has been confirmed by the *Gambling Act 2005* (Chapter 19), at its Sect 335(1).

---

[28] The possible theory of the characterisation of STs as gaming is somehow advocated also under case law; for instance, under *Hazell v Hammersmith and Fulham London Borough Council and Others.* [1992] 2 AC 1, [1991] 1 All ER 545 (House of Lords), the Lord Wilberforce's judgement was the following: *"A swap contract based on a notional principal sum of £ 1 million under which the local authority promises to pay the bank £ 10.000 if LIBOR falls by 1% is more akin to gambling than insurance."*.

[29] At least in the jurisdictions of both England/Wales and Scotland.

[30] In this respect, see *Licences Dealers (Conduct of Business) Rules 1983 (SI 1983 No 585), r. 18(2).*

[31] Such a rule is expressly enunciated within the context of the financial sector regulation, namely the *Financial Services Act 1986* (Sect. 63) and, subsequently, the *Financial Services and Markets Act 2000* (Sect. 412).

In resemblance to the norm originally set up under Sect. 63 of the FSA, see more recently the corresponding Sect. 412 of the *FSMA 2000.* Doctrinally, as to Sect. 63 above, compare B Rider, C Abrams & M Ashe, *Guide to Financial Services Regulation* (3rd edn CCH Edition Limited, Bicester 1989) 493, and, as to Sect. 412, M Blair QC, L Minghella, M Taylor, M Threipland & G Walker, *Financial Services & Markets Act 2000* (Blackstone Press Limited, London 2001) 496. On the specific interpretation of such recent law provisions, under case law reference has got to be made to *Morgan Grenfell & Co. Ltd v Welwyn Hatfield District Council* [1995] 1 All. E.R. 1 (Queen's Bench Division (Commercial Court)).

[32] Under case law, Court decisions tend to adhere to the principle propounded at statutory level. See *City Index Ltd v Leslie* [1992] 1 Q.B. 98 (Queen's Bench Division).

4. As mentioned at the beginning, the qualification of the STs under case law does not usually impinge in the analysis relating to the lawfulness - generally speaking - of these transactions; rather, in dealing with public entities entering into STs, the legal focus is placed on the consistency of the involved transactions with the powers granted to such authorities, pursuant to the relevant law provisions. The general rule at common law is that, although a local authority is a legal entity with all the powers of a natural person, the charter would not confer on the relevant burgh or council any greater power than the statutory power exercisable by any other local authority.

4.1. The leading case, in that respect, may be considered to be *Hazell v Hammersmith and Fulham London Borough Council and Others.*[33] The High Court, in the decision at stake, tackled the arguments propounded by the banks strongly. In detail, the financial institutions involved sought to argue that the matter should have been considered as extraneous to the *ultras vires* doctrine, allegedly because, in case of declaration of unlawfulness of the challenged transactions, the creditworthiness of the local authorities would be impaired and there would be an increase in the taxation, given their seeming difficulties to borrow money. Conversely, the final ruling firmly dismissed such an argument. The conclusions which the Court came to, are quite lucid: on the one hand, STs are contracts that may not be qualified as borrowings, on the other hand, the same are separate from the

[33] [1992] 2 AC 1, [1991] 1 All ER 545 (House of Lords).

concept of transaction *"conducive, incidental, or calculated to facilitate the borrowing"*.

4.2. The legal inferences in *"Hazell"* are echoed also by the *ultra vires* doctrine, as a general common law theory. In this respect it is worth recalling the averment of Lord Blackburn under *Attorney General v Great Eastern Railway Co.*[34] On such footing, the functions of corporations, which are derived from or lie on the law, do not leave room for broad interpretations of the powers encompassed thereby, the literal interpretation being the only allowed one.[35]

5. Derivatives and Banking Insolvency under English Law and Scots Law; the Lehman Brothers' "Sword of Damocles".

5.1 It is general principle that an insolvency procedure *"freezes"* the assets of the bankrupt at the time of the adjudication; it is also trite law that certain transactions entered into by the insolvent in a certain time period preceding the declaration may be set aside, in accordance with the long established *"pari passu"* principle.[36] English law, *i.e.* the jurisdiction that usually governs STs,

[34] [1879] L.R. 11 Ch. D. 449 (Court of Appeal, Chancery Division).

[35] The view expressed under "*Hazell*" has been, more recently advocated, at judicial level as well, by *Kleinwort Benson Ltd v Glasgow City Council* [1999] AC 153, [1997] 4 All ER 641, [1997] 3 WLR 923 (House of Lords); *Kleinwort Benson Ltd v Glasgow City Council* [1996] QB 678 (Court of Appeal).

[36] See, among UK law commentators, S Worthington & V Finch, "The Pari Passu Principle and Ranking Restitutionary Rights" in F Rose (ed), *Restitution and Insolvency* (Mansfield Press, London 2000) 1.20; V Finch, 'Is Pari Passu Passé?' (2000) *Insolvency Lawyer* 194; R Mokal, 'Priority as Pathology. The Pari Passu Principle Myth' (2001) *Cambridge Law Journal* (60) 581,621.

adheres to this principle by bestowing upon the trustee[37] the entitlement to claw-back transactions concluded by the insolvent[38] at an undervalue[39], unfair preferences granted by the same to his own creditors,[40] extortionate credit transactions entered into with third parties,[41] and transactions defrauding creditors at hands of the same bankrupt.[42] A prerequisite for the action to be legitimately activated is that the transaction at stake is carried out in the "relevant period" preceding the commencement of the insolvency.[43] Similar, albeit not identical, rules may also be found in Scotland as to the "winding-up" procedures,[44] although, as far as the sequestration is concerned, provisions of law are enshrined in a different *sedes materiae*, namely the *Bankruptcy (Scotland) Act 1985*.[45] With no pretence of completeness, north of the border, the

---

[37] Or on the liquidator, in case of winding-up of the company, or on an administrator, in case of administration,

[38] Or, *mutatis mutandis*, by the company in winding-up or in administration.

[39] Sect. 238 of the *Insolvency Act 1986*. See for an in-depth analysis concerning this action, including the relevant period, A Dignam & J Lowry, *Company Law* (5th edn Oxford University Press, Oxford 2009) 419,421.

[40] Sect. 239 of the *Insolvency Act 1986*.

[41] Sect. 244 of the *Insolvency Act 1986*. The transaction belonging to the category at stake must have been entered into in the three years preceding the commencement of the insolvency procedure. See A Dignam & J Lowry, *cit.* 424.

[42] Pursuant to Sect. 423 of the above referred *Insolvency Act 1986*. For comments concerning the vesting provisions under this legislative framework, see DD Prentice, 'Joint Obligations, Third Parties and Assignment' in HG Beale (ed), *cit.* 1379,1383

[43] See, within the jurisdiction of England and Wales, not applicable to Scotland, Sect. 340 of the *Insolvency Act 1986*. Under doctrine, with no pretence of completeness, S Frieze, *Insolvency law* (2nd edn Longman, London 1993) 65,71.

[44] Sect. 242 and 243 of the *Insolvency Act 1986*, dealing with the "gratuitous alienations" and the "unfair preferences", respectively.

[45] To elaborate, the rules are those under Sect. 34 and 36 of *Bankruptcy (Scotland) Act 1985* where "gratuitous alienations" and "unfair preferences" are defined for the purposes of applicability of the "sequestration". As to comments, see, *inter alios*, A Adie, *Bankruptcy* (Sweet & Maxwell, Edinburgh 1995) 119,126, and, *amplius*, WW McBryde, *Bankruptcy* (2nd edn W. Green/Sweet & Maxwell, Edinburgh 1995) 284,326 and DW McKenzie-Skene, *Insolvency Law in*

relevant period (the "suspect period") is back-dated to *"five years before the date of sequestration, the granting of the trust deed or the debtor's death"*, if the alienation were in favour of an associate;[46] by contrast, should the transaction be in favour of any other person, such a time limit would be reduced to two years and to six months respectively, according to whether the transaction to be challenged is a gratuitous alienation or an unfair preference.[47]

In the light of the above referred principles, STs, as such transactions are usually negotiated at arm's length, are unlikely to fall within the category of gratuitous acts; as a result of this assumption, the non-defaulting party, as a matter of fact, will be unlikely to face any claim aimed at setting aside transactions of such a typology. That said from a theoretical perspective, the basically onerousness of the STs is empirically confirmed, albeit indirectly, by the recent Lehman Brothers' case, whose main European entities were incorporated according to the laws of England and Wales, and put in administration as early as 15th September 2008,[48] pursuant to the *Insolvency Act 1986*, Schedule B1.

Scotland (Butterworths, Edinburgh 1999) *passim*. As to more recent contributions on the subject, see A Gibb, "Insolvency" in G Black (ed), *Business Law in Scotland* (Thomson/W.Green, Edinburgh 2008) 595.

[46] According to the combined reading of Sect. 34(1)(3)(b) and Sect. 74 of the *Bankruptcy (Scotland) Act 1985* where, incidentally, the wording *"sequestration"* has *mutatis mutandis* the same meaning attributed in the English/Welsh jurisdiction to the term *"bankruptcy"*.

[47] Sect. 34(3)(a) and Sect. 36(1), respectively, of the *Bankruptcy (Scotland) Act 1985*. See, under case law, *Dobie v Mitchell* [1854] 17 D. 97; *Main v Fleming's Trustee* [1881] 8 R. 880.

[48] The main entity undergoing the administration procedure is the Lehman Brothers International (Europe) Ltd. However, further entities, likewise incorporated under the laws of England and Wales, belonging to the Lehman Brothers Group, have got through administration in the same period of time. See Italian Banking Association, *Circular Letter*, 1st December 2008, 26.

Despite Lehman Brothers Ltd having entered into several STs with third parties in a period prior to being declared insolvent, STs concluded during the suspect period have not been challenged by the administrator as they have been seemingly deemed as complying with the criterion at stake.[49]

5.2 Another interesting reflection arising out of the insolvency of one of the parties to an ST, is concerned with the early termination of the contract/s in place at the time of the occurrence of an "event", as specified in a covenant embodied in the relevant MA. Significantly, the ISDA MA traditionally arranges50 for the "early termination"[51] of the "specified transactions" in cases where one of the parties had to go through a formal insolvency procedure[52] or, more simply, had to become incapable of fulfilling its own obligation.[53] Remarkably, according to the commonest ST standards, in case of occurrence of an "event of default", the transactions falling with the boundaries of the Master will not be automatically terminated, rather it will be up to the non-defaulting party to give notice to the defaulting party, within a certain period of time (usually 20 days), of the occurrence of such an "event", by designating a day (usually no earlier than that of the notice) where all the specified transactions will be deemed

[49] See in this respect the considerations under the Italian Banking Association, *Circular Letter*, 1st December 2008, *passim*.

[50] See Section 5 of the ISDA MA 2002.

[51] The language is clearly inspired by the English jurisdiction. An analytical list of "Events of Defaults" may be found under the cited Sect. 5 of the ISDA MA 2002.

[52] Alternatively, the party formally subject to a similar procedure in its country of incorporation. See, within the ISDA MA 2002, Sect. 5(a)(vii).

[53] See Sect. 5(a)(vii) of the ISDA MA 2002.

contractually terminated. Interestingly, whereas the right to terminate the contract is the norm within the context of a MA in derivatives, the exception is given by the so called "automatic early termination". In this case the parties, as at the date of the conclusion of the Schedule, take pain to write down a clause in force of which termination will apply as outcome of the relevant "event of default" occurring during the efficacy of the agreement; in the light of this, all the outstanding transactions will be terminated at the date of the occurrence of the "event" and this effect will occur automatically, without the "non-defaulting" party being required to comply with any communication burden. From an empirical perspective and in dealing with the Lehman Group's collapse, two legal aspects must be pointed out for purposes of this specific point. (i) Firstly, the technical insolvency of the different entities operating across the globe[54] has "erupted" in September 2008 out of the blue[55]; accordingly, each non-defaulted party which had entered into STs with the Lehman Group had been virtually prevented from relying on the clause of the ISDA MA bestowing an entitlement to an early termination as a result of the "appearance" of a sign of default. The reason for this is simply because no indication of problems to come had emerged in the period preceding the commencement of the relevant formal procedures. (ii) Not

[54] As at the time of the insolvency, the parent company was an entity incorporated in the State of New York (US), whereas several subsidiaries were in the UK and had been incorporated according to the laws of England and Wales.

[55] Interestingly, on the 12th September 2009, therefore three days before the company was put in administration, the group still boasted a "A" rating according to S&P, one of the major rating agencies in the world; such a rating (A) was identical to that received by the same rating agency on the 2nd June 2008.

less importantly, the Lehman insolvency resulted in different multifarious procedures, according to the country (*rectius*: jurisdiction) under which each entity belonging to the group had been incorporated. For instance, whereas in the US the procedure of the parent company Lehman Brothers Holdings Inc. has been to follow Chapter 11 of the *Bankruptcy Code*, in the UK an administration order pursuant to the *Insolvency Act 1986* has been issued in respect of all the different entities incorporated under the laws of England and Wales.[56] However, despite this, the different cross-border procedures have not prevented *de facto* the non-defaulting party to an ST in place to activate, basically in all the jurisdictions concerned, the right to terminate the relevant transaction according to the relevant master contract. This derives from the fact that the "events of default", usually mentioned by the derivative masters as potential causes of termination of the ST (particularly the so called "bankruptcy"), are drafted in a quite broad way. Because of this, a pure "insolvency" (or procedure of bankruptcy) will not simply give the non-defaulting party entitlement to rescind the master contract itself, but also the occurrence of phenomena, such as an administration, will legitimately bestow similar action upon such a party.[57] The above considered and taking into account the STs entered into with a Lehman Brothers' entity incorporated under the laws of England and Wales, such a right of termination has resulted in being hinged upon the tenor of the clause "bankruptcy" of the ISDA MA 2002,

[56] Mainly, Lehman Brothers International (Europe).
[57] See, for instance, in dealing with the ISDA MA 2002, Sect. 5(a)(vii).

particularly sub-section 6, prescribing that the fact that one of the contracting parties may either seek or become subject to the appointment of an administrator will represent an "event of default".[58]

As a result of the peculiar mechanism of the master contracts usually governing the STs "over-the-counter", should an "event of default" occur pursuant to the relevant terms, whatever is the *raison d'être* of the termination (either the "elective termination" upon the initiative of the non-defaulting party or, if the relevant Schedule arranged for that, the so called "automatic early termination"), all the balances arising out of the different transactions terminated as at the date of the bankruptcy (whether or not arising out of transactions governed by the master contract) will be converted in a unique balance. Such a balance will be the amount that, if positive for the non-defaulted party, is requested to the estate of the administration or, conversely, if negative, is claimed back by the administrator.[59] Incidentally, the contractual dynamic at stake is nonetheless consistent with the provision under Sect. 323 of the *Insolvency Act 1986*, setting up the principle of the set-off in cases where, before the commencement of the bankruptcy, *"there have been mutual credits, mutual debts or*

[58] As mentioned, the wide range of Lehman Brothers' entities operating in UK, have been formally subject to an administration procedure, according to the provisions of the *Insolvency Act 1986* in a period between 15th September 2008 and 6th November 2008.

[59] This is the "set-off" that, incidentally, within the ISDA MA 2002, is the clause specified under Sect. 6(f).

other mutual dealings between the bankrupt and any creditor of the bankrupt proving or claiming for a bankruptcy debt."[60]

6. STs are not expressly regulated in Italy. Art. 1(3) of Legislative Decree n. 58 of 24 February 1998[61] contains a definition of *"financial instruments"*,[62] including *"derivative financial instruments"*, [63] for several regulatory but also bankruptcy law purposes. The ICFL, for example, reserves the *"trading"* of FI to licensed intermediaries, but also recognises netting in bankruptcy to these products.

Furthermore, on the basis of the novelty of the issue, there is no piece of legislation or court decision clearly defining the nature of STs. On the other hand, an ST could hardly be easily treated as one of the specific categories of contracts already disciplined under the Italian Civil Code;[64] such a difficulty must be ascribed to the fact that each ST includes various and different features of a series of contracts, such as either *"guarantees"* or *"insurance contracts"*, although in none of them the same can fall in its own entirety.

---

[60] Save for what specified under Sect. 323(3) of the same Act, as to sums due from the bankrupt of which the non-defaulted party had notice, at the time they became due and so long as a bankruptcy petition relating to the bankrupt was pending. See DD Prentice, 'Illegality and Public Policy' in HG Beale (ed), *cit.* 1387.

[61] The *"Italian Consolidated Finance Law"*, hereinafter also referred to as the *"ICFL"*.

[62] Hereinafter also referred to as the *"FI(s)"*.

[63] Derivative Financial Instruments, henceforth also *"DFI(s)*.

Remarkably, this list of DFIs has been recently amended at domestic level as a result of the provisions contained in the Directive 39/2004 (so called "MiFID"). See also footnote 11 *supra*.

[64] Royal Decree 16th March 1942, n. 262. Henceforth the *"ICC"*.

Certain scholars,[65] in the past, with the view to overcoming the *impasse*, have attempted to directly include all STs (particularly credit derivatives) in the category of derivatives as an autonomous category of contracts. Such an interpretation would basically be based on the concept that a definition of STs is actually provided by the Bank of Italy.[66] Admittedly, such a framework refers to them as "*contracts which rely on elements of other contractual templates, such as currencies, interest rates, indexes, et cetera.*" On the other hand, the reasoning upon which this school of thought is hinged, is not particularly convincing,[67] nor does the same seem to be legally substantiated, given that the above referred definition of STs is contained under a merely secondary source of law[68], rather than a primary one.[69]

It must be considered that a failure to include STs within the definition of the *"derivatives"*, (circumstance that seems inevitable indeed) could lead to negative consequences; specifically, should an ST be qualified as gambling, the agreement (particularly, the relevant performance) could result in being "en-

---

[65] For reasons of limited space, reference is herein made exclusively to F. Caputo Nassetti, 'La Natura dei Derivati di Credito alla luce del Testo Unico della Finanza' (1999) *Bancaria* (1) 54.

[66] At the time of those doctrinal comments, the framework in force was the Bank of Italy Regulations n. 229, 21st April 1999 (*"Supervisory Regulations for banks)*, Title IV, Para. 3. At the time of the drafting of this article, a further definition of "prodotti derivati" (derivative products), also in this case merely for administrative purposes, is given by the same Regulations no. 229, albeit at Title IX, Chapter 1.

[67] As to the arguments utilised to confute such a theory, see R Tedeschi & P de Gioia-Carabellese, "I Mercati Regolamentati di Strumenti Finanziari" in F Belli, CG Corvese and F Mazzini (eds), *Argomenti di Diritto degli Intermediari e dei Mercati Finanziari* (Giappichelli, Torino 2000) 273,307.

[68] The regulatory one issued by the Bank of Italy.

[69] *Ie* the legislation.

trapped" by the gambling exception "notoriously" set forth under the ICC[70] and therefore Art. 1933, ICC.[71] The drawback of the Italian legislative system, as to the applicability of the gambling exception, seems to be significantly mitigated, thanks to the passing of the ICFL, which under its Art. 23(5), prescribes that financial instruments, that can be characterised as DFI (consequently also STs), enjoy special protection against the so called gambling exception, if entered into within the performance of financial services. As a consequence thereof, a bank or an investment firm, duly authorised to perform investment services on such contracts,[72] will benefit from the exemption at stake and any credit arising therefrom will be enforceable *vis-à-vis* the relevant counterparty.[73]

Finally, should a counterparty to an ST be declared bankrupt, the trustee of the defaulted entity could ask for the invalidation of the payment, if the payment occurred during a certain period preceding the date of declaration (so called *"suspect period"*). This period may vary pursuant to the Italian Bankruptcy Law,[74] depending on the characteristics of the transaction (basi-

---

[70] As to gambling or *"contratto aleatorio"*, see ex *plurimis*, CM Bianca, *Diritto Civile. Il Contratto. Vol. 3* (Giuffré, Milano 2000) 491,492.

[71] F Gazzoni, *Manuale di Diritto Privato* (13th edn ESI, Napoli 2007) 1239,1261.

[72] *Eg* a dealing in such transaction.

[73] Among others and at the time of the passing of such a legislative framework, M Perassi, "Commentary to Art. 203" in G Alpa & F Capriglione (eds), *Commentario al Testo Unico delle Disposizioni in Materia di Intermediazione Finanziaria* (CEDAM, Padova 1998) 1814,1825.

[74] Royal Decree 16th March 1942, n. 267, as amended, henceforth also the *"IBL"*.

cally, but not exclusively, either onerous or gratuitous).[75] And yet, considered the possible characterisation of STs as gambling transactions, such agreements could seemingly fall within the transactions for considerations, hence onerous; consequently, Art. 67(2) of the IBL should be deemed as the applicable rule, and, therefore, the trustee would not benefit from any advantage in terms of onus of proof.[76] Remarkably, bankruptcy provisions have to be considered as mandatory, should a company be declared bankrupt, independently of the governing law of the ST. In the light of this, with the view to mitigating the negative consequences of the insolvency, ICFL enacted a statutory provision - Sect. 203, headed "*Forward Contracts*" - specifically "tailored-made" to protect the non-defaulting party contracting in STs.

Such a norm is significant, because the trustee (*curatore*) to the "bankruptcy" (*fallimento*) of an Italian entity, as a consequence of its mandatory applicability to the STs, will no longer be permitted to *"cherry pick"*, that is to say, to decide whether or not to maintain in force an ST. Such an option, which in the past could have been the seeming outcome of the tenor of Sect. 76 of

[75] Such a *"suspect period"*, in the light of the latest legislative developments (Legislative Decree no. 35/2005, amending the IBL and applicable to insolvency procedures started in force as from 17th March 2005), is fixed, as to the onerous transactions, at six months, in comparison to the one year interval, previously prescribed (as per Art. 66(2), IBL; for comments, see S Bonfatti & PF Censoni, *Manuale di Diritto Fallimentare* (2nd edn CEDAM, Padova 2006) 163,165). For further comments relating to the matter of the claw-back rules in Italy, see S Bonfatti & CF Censoni, *Manuale di Diritto Fallimentare* (3rd edn CEDAM, Padova 2009) *passim*.

[76] See *amplius*, among others, M Fabiani & GB Nardecchia, *Formulario Commentato della Legge Fallimentare* (2nd edn IPSOA, Milano 2008) 523,528.

the IBL and, particularly, of the strict interpretation of the same,[77] is now prevented in Italy; as a result, the ST concerned will be deemed as terminated as at the date of the bankruptcy declaration (*dichiarazione di fallimento*).

7. From an empirical perspective, the most recent experience of the Lehman Brothers's insolvency, dissected under this article, provides evidence of the fact that the main and most strategic clauses embodied in the commonest frameworks of STs turned out to "work" also in the context of the intervened "pathology" of this gigantic financial institution. From a theoretical perspective, the analysis conducted has clarified that UK law (in both its main jurisdictions) may boast a more flexible system, which has being permissive, since the original "blossoming" in the market of STs', of the setting up of legal provisions aimed at giving certainty and enforceability to this kind of financial agreement. As a result, any possible overlap between STs and common law, arising out of their possible characterization as gambling, has been neutralised for a considerable time, thanks to the enactment of immediate, albeit pondered and well-calibrated, provisions of law. Similarly, certain crucial clauses usually embodied in the MAs, such as the "close-out netting", have been recognised as valid and enforceable for a long time and never challenged in their validity. Conversely, the Italian legal system, as a possible paradigm of

[77] The strict exegesis of Sect. 76, as applicable only to the STs other than the *over-the-counter* ones, was at times advocated by the Courts. See *Milan Court of Appeal*, 17 October 1986 (1986) Banca, borsa e titoli di credito (II) 62.

the civilian systems, revealed more intricate legal problems, which impinged on the enforceability itself of STs.

Finally, and more intriguingly, the flexibility of the jurisdictions of Scotland and England/Wales in the matter of the Derivatives may leave room for a legitimate question; did the relaxed approach of the legal systems across the Channel in respect of such transactions contribute to the "collapse" of so many financial institutions in Britain and particularly in Scotland? Empirically but probably not coincidentally, the fact that in a less "flexible" legislation (the civilian ones), traditionally cautious towards such agreements because of strict rules and, sometimes, tough authorities, the financial institutions proved to be stable and solid despite the heavy economic crisis affecting the "Anglo-Saxon" counterparties, may probably confirm the "diabolical" hypothesis at stake. Moreover and to put the query in a legal perspective, is it time for the Scottish legislator, also in the interest of the wealth and stability of its financial sector, to "revamp" its ancient Roman roots in comparison to the common law influence? An arduous question worthy of the oracle of Delphi!

Pierdomenico de Gioia-Carabellese

Lecturer in Business Law Heriot-Watt University - Edinburgh

VARIETÀ

CONFLITTO DI INTERESSI
E SERVIZIO DI CONSULENZA FINANZIARIA

ABSTRACT: *It is universally considered nowadays that securities and capital markets regulation requires transparency, fairness, equal access, competition and financial soundness; the purpose of this paper is to argue that market confidence could be achieved through the new investment advice provisions ("consulenza finanziaria") enshrined in the MiFID Directive. In this context, the provision of investment advice is regarded as ancillary to the performance of the business operation; in the Italian legal system, Article 1, paragraph 5-septies, of the Financial Law of 1998 ("Testo unico sull'intermediazione finanziaria") defines investment advice as the provision of personal recommendations to a client. Also, Consob Decision No 17130 of 15 January 2010 reaffirms the essential role played by investor protection by virtue of which the regulation of conflicts of interest and prevention of reputational damage constitute the benchmarks of an efficient market.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La consulenza finanziaria: profili disciplinari e tecniche operative. – 3. Il conflitto di interessi nell'attività di consulenza finanziaria. - 4. Gli interrogativi posti dalla recente crisi.

1. L'evoluzione che negli ultimi decenni si registra nel sistema economico-finanziario globale, ha dato luogo ad interessanti cambiamenti, in termini dimensionali e strutturali: si delinea un contesto operativo nel quale gli intermediari denotano un grado sempre più elevato di complessità tecnica, cui è connessa un'aspettativa di un rinnovamento strategico (che appare funzionale ai nuovi assetti istituzionali).

Con riguardo al contesto regionale europeo, l'integrazione comunitaria e la conseguente nascita di un mercato unico hanno dato impulso a nuove tendenze competitive tra gli intermediari

finanziari, impegnati a fronteggiare una clientela sempre più ampia e variegata in termini di obiettivi e scelte di investimento.

Si individua una realtà nella quale il progresso dei meccanismi economici e finanziari postula la ricerca di nuove forme di equilibrio volte a superare il divario fra intermediari e clientela, quale si determina a causa di una sostanziale conflittualità che, innestata su asimmetrie informative, inficia i rapporti negoziali. Tali criticità sono state aggravate dalla recente crisi finanziaria che, a partire dal 2007, ha investito l'intero pianeta, causando non pochi danni alla stabilità dei sistemi finanziari.

Il bisogno di introdurre a livello comunitario modelli comportamentali che assicurino un corretto svolgimento delle operazioni in parola - e, quindi, evitino danni ai risparmiatori e possibili inefficienze del mercato - è al centro del dibattito che nei tempi recenti interessa gli studiosi del diritto dell'economia. L'identificazione di soluzioni si ricollega, quindi, alla possibilità di pervenire, almeno in ambito europeo, a forme di regolamentazione dei mercati finanziari coerenti con le esigenze degli investitori. Non a caso in dottrina è stato a riguardo evidenziato che "la situazione di crisi (...) creata tra il 2008 e il 2009 (...) dovrebbe imporre, invero, le condizioni per una legislazione non solo di emergenza sistemica, ma a più ampio raggio, riferita (..) all'intera economia."[1]

È questa la premessa logica per una lettura della normativa recata dalla Market in Financial Instruments Directive (MIFID),

[1]Cfr. CERA, "*Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario*", in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, CEDAM 2010, p. 1195 ss.

che - come è noto- si propone di creare "un mercato interno caratterizzato dalla eliminazione, tra gli Stati membri, degli ostacoli alla libera circolazione (...) dei servizi e dei capitali"[2].

Si comprende altresì la ragione per cui la regolazione per tale via introdotta coinvolge svariati ambiti applicativi, come la natura dei servizi di investimento, i poteri di tutela degli investitori, nonché le caratteristiche intrinseche delle molteplici strutture di negoziazione. Ciò in vista della creazione di mercati aperti integrati ed efficienti, idonei, quindi, a consentire elevati rendimenti non disgiunti da un'adeguata salvaguardia degli investitori, "correlati ad una più accentuata trasparenza delle informazioni e ad una minimizzazione dei rischi"[3].

Strettamente connessa alla siffatta ricerca di trasparenza e correttezza nei servizi di intermediazione è l'esigenza di natura comunitaria di ridefinire gli ambiti disciplinari dell'attività di consulenza finanziaria; ciò in ordine alla determinazione di criteri coerenti con il sistema finanziario odierno (destabilizzato dal clima di incertezze che la recente crisi globale ha alimentato) e al miglioramento della percezione di tale servizio tra i risparmiatori, la cui attitudine all'investimento è stata profondamente minata dagli ultimi scandali bancari. Ma v'è di più. Si rileva come la consulenza contribuisca sensibilmente allo sviluppo del processo di educazione finanziaria - fortemente auspicato in ambito comu-

---

[2]Cfr. art. 3 lettera c) del Trattato Istitutivo CE. Tale disposizione introduce una serie di misure che dovrebbero consentire la realizzazione di un mercato unico. Ci si riferisce, ad esempio, al divieto, tra i Paesi membri, di imposizione di dazi doganali o restrizioni quantitative alla circolazione delle merci e, in genere, all'orientamento verso una politica commerciale comune.

[3]Cfr. CAPRIGLIONE, "*Intermediari finanziari, investitori, mercati – Il recepimento della MIFID. Profili sistematici*", CEDAM 2008

nitario e internazionale[4] - indirizzato agli investitori non professionali che operano sul mercato. Sul piano delle concretezze, essa, infatti, favorisce la definizione delle opportune soluzioni ad erronei comportamenti, quali si identificano in un'elevata concentrazione della ricchezza sui depositi, una scarsa diversificazione del portafoglio e una eccessiva attività di trading, compiuti dai risparmiatori, ignari dei molteplici profili di rischio-rendimento potenzialmente acquisibili.

2. La ricerca di una ottimale allocazione delle risorse fra gli operatori è assurta a presupposto di molteplici modifiche normative che l'Autorità ha adottato in vista di una migliore regolamentazione finanziaria; in particolare, presentano significativa rilevanza le modalità disciplinari dell'attività di consulenza finanziaria e, nell'ambito di questa, la gestione dei conflitti di interesse, i quali ultimi possono minare l'equilibrio del rapporto tra intermediario e cliente. Come è stato sottolineato in dottrina, la consulenza finanziaria è volta ad indirizzare gli investitori verso la realizzazione di operazioni che intrinsecamente "riflettono i postulati della teoria delle scelte di portafoglio, favorendone il processo di educazione finanziaria"[5]. Tale servizio appare preordinato ad

[4] A tal riguardo, si evidenziano i numerosi interventi dell'Ocse (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico), compiuti attraverso la pubblicazione dapprima di un documento, risalente al 2005, di definizione dei "Principi e delle buone pratiche per la consapevolezza e l'educazione finanziarie" e, da ultimo, un documento incentrato sulle buone pratiche in materia previdenziale. L'orientamento che da questi si trae, sottolinea l'esigenza di costruire sinergie operative tra istituzioni pubbliche e private, coinvolgendo anche gli intermediari finanziari, chiamati a svolgere una sana attività di consulenza proattiva.

[5] Cfr. GENTILE M., SICILIANO G., "*Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*", in Quaderni di Finanza CONSOB n.64 – Luglio 2009.

avvicinare i risparmiatori al mercato dei capitali, in particolare di quelli privati, nonché a diversificare i portafogli finanziari degli investitori, al fine di massimizzare l'utilità economica degli attori presenti sul mercato. Pertanto, la consulenza si presta ad essere qualificata come elemento di connessione tra i bisogni (non sempre espressi in maniera univoca dai soggetti portatori di risorse monetarie) e le molteplici opportunità di investimento rinvenibili sul mercato; sicché essa, in taluni casi, si configura quale strumento necessario di cui avvalersi per raggiungere elevati livelli di rendimento. È in tale premessa che va analizzato l'intervento normativo della Direttiva MIFID che riconduce la "consulenza in materia di investimenti" nell'ambito di un servizio[6], che viene identificato nella "prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente (...) riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari"[7]. Inoltre, rileva la specificazione della natura di siffatta attività che viene circoscritta alla verifica dell'esistenza del principio di personalizzazione[8] e

[6] Tale inclusione ha diverse implicazioni dal punto di vista disciplinare: in primo luogo, i consulenti in materia di investimenti sono definiti come imprese di investimento, ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, punto n. 1) della Direttiva l; in secondo luogo, essi sono anche soggetti ai requisiti di autorizzazione iniziale (artt. 5-15), nonché alle condizioni di esercizio (artt. 16-30) previsti per la prestazione di servizi di investimento nella suddetta Direttiva l.

[7] Cfr. art. 4, paragrafo 1, punto 4, Direttiva MlFlD 2004/39/CE. Sul punto, si veda anche l'art. 52 della Direttiva 2006/73/CE.

[8] La personalizzazione della raccomandazione è fondamentale per distinguere i tratti di un servizio di consulenza finanziaria: non è una raccomandazione personalizzata quella che viene diffusa attraverso canali di distribuzione o destinata ad un pubblico indistinto di investitori. Ed invero, l'art. 52 della Direttiva ll enuncia che una "raccomandazione personalizzata è una raccomandazione che viene fatta ad una persona nella sua qualità di investitore (..). Tale raccomandazione deve essere presentata come adatta per tale persona o deve essere basata sulla considerazione delle caratteristiche di tale persona".

all'identificazione dell'oggetto diretto[9] della raccomandazione di cui trattasi.

Ciò posto, la realizzazione del servizio di consulenza viene individuata ogniqualvolta l'intermediario provveda a suggerire "consigli, raccomandazioni o proposte (...) come il frutto della valutazione (...) delle personali caratteristiche del cliente"[10]; sul piano operativo, essa si concretizza necessariamente in una forma operativa quale, in particolare può essere l'acquisto, la vendita, la sottoscrizione, il riscatto o il mantenimento di strumenti finanziari così determinati[11].

A seguito del descritto intervento normativo europeo, si è proceduto ad una revisione della disciplina nazionale in materia, attraverso l'inquadramento della consulenza tra i "servizi e attività di investimento (...) che hanno per oggetto strumenti finanziari" (art. 1 comma quinto TUF[12]). Si è prefigurato, quindi, un netto cambiamento dalla sua previgente formulazione, e si è dato corso

---

[9] Si specifica al considerando n. 81 della Direttiva 11 che "una consulenza generica in merito a un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari". Si suole così distinguere la consulenza generica dalla consulenza *tout court*, basando la distinzione sulla specificità degli strumenti finanziari proposti e sul principio di personalizzazione del rapporto con il cliente. Numerose dispute sono in atto su questo tema e, in particolare, sulla effettiva relazione biunivoca che lega la raccomandazione personalizzata con la consulenza in materia di investimenti.

[10] Cfr. ALIBRANDI, " *Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*" in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, CEDAM 2010, p. 619.

[11] Ed invero, l'art. 52 della Direttiva 2006/73/CE specifica che le raccomandazioni personalizzate che costituiscono attività di consulenza in materia di investimenti, devono avere ad oggetto la realizzazione di operazioni quali l'acquisto, la vendita, la sottoscrizione, lo scambio, il riscatto, o la detenzione di uno strumento finanziario, ovvero l'assunzione di garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento. Inoltre, è previsto l'esercizio o meno dei diritti relativi a tali strumenti finanziari così posseduti.

[12] Trattasi del Testo Unico della Finanza, attuato con d. lgs. 24 febbraio 1998 n.58 e modificato dal d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164 per essere adattato alle recenti disposizioni della normativa comunitaria.

ad un ripristino di un'antica logica disciplinare che aveva qualificato l'attività di consulenza come "attività di intermediazione mobiliare" (legge n. 1/1991)[13].

Si è addivenuti così alla prescrizione dell'attuale comma 5-*septies* art.1 TUF, nella quale si specifica che "per consulenza in materia di investimenti" deve intendersi "la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio". Il rilievo ascritto dal legislatore al criterio distintivo della personalizzazione della raccomandazione, criterio suffragato a livello nazionale dalla puntualizzazione dei relativi limiti, vale a dire che essa può essere considerata pubblica quando la sua diffusione è attuata in maniera collettiva "mediante canali di distribuzione".

Se ne deduce che lo schema ordinatorio della consulenza in materia di investimenti va tenuto distinto da quello concernente la "consulenza generica": differenziazione che ha dato luogo a talune dispute in dottrina in ordine all'identificazione dei tratti distintivi di tali due figure. In particolare, la consulenza in materia di investimenti è stata ritenuta un servizio al pari di altre attività come l'esecuzione di ordini per conto del cliente o la gestione di

[13] Tale costruzione era stata modificata dalla Direttiva 93/22/CEE e, successivamente, dal d.lgs. n. 415/1996, all'atto del recepimento, che avevano ricompreso l'attività di consulenza tra i servizi accessori di intermediazione finanziaria. Essendo tale, il servizio di consulenza non era soggetto a riserva di attività né a specifica autorizzazione e, quindi, poteva essere svolto da chiunque, sia in forma individuale che in quella societaria; tuttavia, nel caso in cui tale prestazione accessoria fosse esercitata da un intermediario autorizzato, veniva assoggettata, in via generale, proprio per la sua natura accessoria, alle regole di condotta del testo unico e del regolamento n. 11522/1998, giustificandone l'applicazione con la "superiore capacità di attrazione del pubblico di cui (gli intermediari).... godono in ragione del proprio status" (comunicazione Consob n. DI/99038880 del 14 maggio 1999).

portafogli[14], laddove la consulenza generica è considerata attività preliminare ad ogni tipologia di servizio finanziario, in quanto volta ad attuare la "presentazione delle opportunità di investimento e di assistenza" che nelle diverse fattispecie vengono offerte alla clientela (costituendo, dunque, "momento inscindibile di ogni servizio di investimento"[15]).

Va da sé che, alla luce delle indicate puntualizzazioni, la consulenza generica denota carattere "preparatorio e ancillare"[16] rispetto ai servizi di consulenza generica cui inerisce, rivelandosi priva della necessaria autonomia che contraddistingue la funzionalità del servizio disciplinato dal legislatore europeo.

A ciò aggiungasi la considerazione secondo cui, per taluni profili, l'attività di consulenza generica può essere ricondotta a quella del "*tied agent*"[17], figura che, in base alla MIFID, si limita

---

[14] Si è discusso sul rischio che l'attività di consulenza potesse ricadere in quella di gestione individuale del portafoglio: oltre all'estraneità della prima a caratteristiche della seconda, come la discrezionalità e il rapporto di mandato, esse sono tenute separate dall'art. 18 bis TUF, il quale mette in evidenza l'obbligo del consulente finanziario di prestare il proprio servizio senza detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti. Inoltre, un certo grado di scetticismo è stato alimentato da diverse posizioni di studiosi, i quali, fin dalla definizione della "consulenza in materia di investimenti", hanno messo in dubbio l'effettiva attitudine di tale attività ad individuare sul piano operativo un fenomeno dai contorni ben stabiliti. Per approfondimenti, si veda SCIARRONE ALIBRANDI, "*Il servizio di "consulenza in materia di investimenti": profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*".

[15] Cfr. BOCHICCHIO, "*Intermediazione mobiliare e sollecitazione al pubblico risparmio nella disciplina del mercato mobiliare*", Padova 1994.

[16] Cfr. ZITIELLO, "*La consulenza in materia di investimenti*", in ZITIELLO, "*La nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*", Torino 2007.

[17] L'art. 4, paragrafo 1, punto n. 25 della Direttiva 2004/39/CE definisce la figura del tied agent come "la persona fisica o giuridica che, sotto la piena ed incondizionata responsabilità di una sola impresa di investimento per conto della quale opera, promuove i servizi di investimento e/o i servizi accessori presso i clienti o potenziali clienti rispetto a detti strumenti e servizi finanziari"; dal punto di vista operativo, tali operatori possono collocare e amministrare strumenti finanziari e/o fondi, trasmettere ordini ed istruzioni dei clienti all'impresa di investimento a cui appartengono, nonché prestare servizi di consulenza a risparmiatori in relazioni agli strumenti finanziari proposti dalla propria impresa. A differenza del contesto regionale europeo, il legislatore italiano vieta al corrispondente promotore finanziario nell'ordinamento nazionale di amministrare fondi e strumenti

a presentare il "ridotto paniere dei prodotti distribuiti dal preponente"[18]. Per converso, il servizio di consulenza finanziaria, come si è avuto modo di puntualizzare pocanzi, si qualifica per l'autonomia dell'operatore che offre al cliente un'ampia gamma di prodotti, il più possibile corrispondente alle aspettative ed esigenze di quest'ultimo, nonché al profilo di rischio-rendimento presentato.

3. La complessità operativa che caratterizza il sistema finanziario attuale costituisce il fattore determinante per la creazione di condizioni di investimento caratterizzate da un elevato grado di rischiosità: l'alea connessa alle negoziazioni di mercato si pone, spesso, a fondamento di situazioni nelle quali il risparmiatore può con estrema facilità subire delle perdite pecuniarie o, quel che è peggio, imbattersi in operazioni scorrette e poco trasparenti.

Collegati a tale stato di cose devono ritenersi, peraltro, eventuali comportamenti di dubbia diligenza in capo agli intermediari finanziari, i quali, attratti dalla configurabilità di benefici (talora estranei alle operazioni poste in essere), attuano strategie di investimento che in vario modo possono arrecare danno all'efficienza del mercato. In particolare, ci si riferisce alle situazioni di conflitto in cui gli operatori possono ricadere allorché

---

per conto dell'impresa di investimento di appartenenza, e di espletare la propria attività in forma associativa o societaria. L'art. 23 della suddetta Direttiva prescrive, infine, la piena ed incondizionata responsabilità delle imprese di investimento che nominano gli agenti collegati, rispondendo di qualsiasi azione ed omissione da questi ultimi compiuta per loro conto.

[18]Cfr. LA ROCCA, "*Appunti sul contratto relativo alla prestazione del servizio di "consulenza in materia di investimenti" (art. 1, comma 5, lett. f, d. lgs. n. 58/98)*", IL CASO.it ,31 dicembre 2007 p. 7.

privilegiano interessi diversi (e ulteriori) rispetto a quelli intrinseci al rapporto negoziale in atto con la clientela.

A ben considerare, tale realtà è radicata nella specificità dell'attuale sistema finanziario: la polifunzionalità degli istituti di intermediazione e l'elevata discrezionalità degli operatori costituiscono il presupposto per un'attività di investimento che finisce con l'essere finalizzata al conseguimento di molteplici obiettivi (talora anche contrastanti con i principi di professionalità e correttezza). Infatti, le modalità di svolgimento dell'attività finanziaria, spesso, producono effetti che fisiologicamente si contrappongono al legame fra le controparti negoziali; da qui, una evidente tensione che è alimentata dall'asimmetria informativa[19] che contraddistingue il rapporto tra investitore e intermediario[20].

---

[19] In realtà, l'effettivo sfruttamento di tale vantaggio e gli eventuali danni alle controparti dipendono da altri svariati elementi, tra i quali le caratteristiche intrinseche del sistema finanziario nel quale l'intermediario e il suo cliente si confrontano; parliamo, ad esempio, del grado di istituzionalizzazione del risparmio (maggiore è il numero di investitori delegati, come fondi comuni e fondi pensione, e maggiore è la quantità di informazione riservate che essi possono reperire per alimentare, ma a volte anche per evitare, il formarsi di asimmetrie informative), e delle modalità operative degli intermediari e delle loro scelte organizzative (la rilevanza delle informazioni e dei potenziali conflitti cresce contestualmente all'aumento del numero di funzioni svolte da un solo operatore finanziario). Una classica fattispecie generata da un problema di asimmetria informativa si realizza nel caso in cui l'intermediario, venuto a conoscenza di un'informazione non pubblica ma rilevante per l'andamento dei titoli emessi da un proprio cliente, si trova nella complicata situazione di dovere, da un lato, rispettare l'obbligo di riservatezza verso quest'ultimo e, dall'altro lato, usare la massima diligenza verso coloro che richiedono una consulenza nell'ambito dell'investimento in quei titoli o di una generale gestione patrimoniale. Inoltre, il dislivello informativo rende l'investitore incapace di osservare e valutare l'azione intrapresa dall'intermediario, creando così problemi di *moral hazard*; un utile deterrente al comportamento opportunistico da parte dell'operatore, però, può essere rappresentato dalla creazione di meccanismi compensativi connessi al risultato finale. Parliamo, cioè, di uno schema negoziale idoneo a creare degli incentivi, piuttosto costosi, affinché l'intermediario agisca nell'interesse esclusivo del suo cliente, evitando che i meccanismi del mercato, esogeni al rapporto contrattuale, possano modificare l'allocazione delle risorse monetarie a danno del risparmiatore. Cfr. SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari,* Giuffrè Editore 2004.

[20] In particolare, un'informativa non adeguata influenza negativamente le decisioni dell'investitore: essa, infatti, interagisce sulla vicenda contrattuale e, più precisamente,

Ed invero, lo squilibrio che nella fattispecie può caratterizzare il flusso informativo proveniente dal mercato e la correlata comprensione dei meccanismi di investimento fa sì che il cliente-risparmiatore si ponga quale parte debole del rapporto contrattuale, e, dunque, destinatario di giuste forme di tutela da parte degli ordinamenti normativi.

A ben considerare, l'essenza del problema va individuata nelle modalità di svolgimento di servizi quali la consulenza finanziaria. Non a caso, come la dottrina ha evidenziato, la presenza di interessi conflittuali con le logiche di mercato, unitamente ad un sistema inadeguato di incentivi, può indurre i consulenti a suggerire raccomandazioni che -incentrate principalmente su una eccessiva attività di *trading* e sull'acquisto di prodotti troppo costosi- si rivelano non coerenti col profilo di rischio-rendimento della clientela destinataria delle stesse. Va da sé che in siffatta ipotesi la finalità ultima perseguita dall'operatore finanziario non è tanto la soddisfazione del risparmiatore (in termini di rendimenti) e, dunque, la realizzazione di una sana e prudente gestione dei rapporti di investimento, quanto piuttosto al conseguimento di remunerazioni che appaiono vantaggiose solo in termini personali.

A ciò aggiungasi la valutazione delle difficoltà operative, rivenienti dalla tempistica con la quale la misurazione dell'efficienza e, soprattutto, della qualità del servizio di consulenza viene prestata. la percezione degli errori causati da consigli

---

sulla «dialettica autonomia/controllo» e sul nesso «cooperazione/corresponsabilità» Cfr. DE POLI, "*Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*", CEDAM, 2002

e piani di investimento inadeguati si presenta al risparmiatore non nell'immediato, bensì solo dopo un arco temporale di una qualche estensione, concedendo così "la possibilità all'intermediario di accumulare un elevato volume di commissioni prima di essere scoperto"[21]. Da qui, l'emersione di ampie criticità che, minando alla base la valenza e la credibilità del servizio in parola, rende ineludibile un tempestivo intervento disciplinare della normativa, finalità del quale è soprattutto la determinazione di puntuali obblighi in capo agli intermediari, tali cioè da salvaguardare la tutela del risparmiatore. Si individuano per tal via le condizioni ideali che consentono all'investitore di effettuare adeguate scelte, "sul presupposto di una postulata correlazione funzionale della conoscenza quale (...) momento costitutivo essenziale della intera esperienza pratica dell'uomo"[22].

È in tale logica che va esaminato il regolamento[23] adottato dalla Consob con la delibera n. 17130 (pubblicata in data 15 Gennaio 2010), nel quale il recepimento della direttiva MIFID, si è risolto in specifiche forme di rafforzamento delle misure regolamentari nazionali, e previa individuazione delle prerogative dei destinatari delle medesime.

---

[21] Cfr. GENTILE M., SICILIANO G., "*Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*", in Quaderni di Finanza CONSOB n. 64 – Luglio 2009 p. 9.

[22] Cfr. Sartori, "*Le regole di condotta degli intermediari finanziari*", Giuffrè Editore 2004.

[23] La Consob ha optato per due ulteriori documenti di consultazione circolati prima dell'approvazione definitiva del regolamento in questione: uno del 5 giugno 2008, denominato "Documento di attuazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari", e l'altro del 18 novembre 2009, intitolato "Esiti della prima consultazione e nuovo documento di consultazione. Regolamento di attuazione degli articoli 18-*bis* e 18-*ter* del d.lgs. n. 58/1998 in materia di consulenti finanziari". www.consob.it

A riguardo va tenuto presente che i basilari principi di diligenza, correttezza e trasparenza[24] contenuti nell'art. 12 di tale regolamento sono preordinati alla definizione di una logica operativa lontana dai pericoli di comportamenti distorsivi e fuorvianti; inoltre, rileva la puntualizzazione dei tratti caratterizzanti la figura del consulente in materia di investimenti[25], nonché delle azioni che vanno intraprese in caso di conflitti di interesse.

Si è dunque in presenza di una disciplina che mira non tanto alla eliminazione delle eventuali criticità connesse alla realtà in parola, quanto piuttosto alla gestione e alla sterilizzazione dei rischi reputazionali[26] e patrimoniali che ad essa conseguono.

Sul piano delle concretezze, le delineate innovazioni conducono ad un sistema integrato di soluzioni procedimentali[27], che

---

[24] L'importanza di tali principi nel comportamento degli intermediari finanziari è più volte ribadita all'interno del TUF e, in particolare, nell'art. 21, norma che prevede anche il rispetto di obblighi di equità e giusta informazione, "nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati".

[25] In particolare, i consulenti in materia di investimenti saranno definiti come imprese di investimento ai sensi dell'art. 4, paragrafo 1, punto 1) della Direttiva 2004/39/CE e saranno soggetti ad autorizzazione iniziale e alle condizioni di esercizio previste dagli artt. 5-15 e artt. 16-30 della suddetta Direttiva. Inoltre, attraverso l'acquisizione del cosiddetto "passaporto unico", la loro ordinaria attività potrà svolgersi anche su base transfrontaliera, con clienti appartenenti a tutta la Comunità, previo controllo delle Autorità del paese d'origine. Oltre alle imprese di investimento, l'art. 18 *bis* del d.lgs. 58/1998 individua la categoria dei "consulenti indipendenti", ossia "le persone fisiche, professionisti intellettuali in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza"; tali individui potranno esercitare la propria attività sentita la Consob e la Banca d'Italia, con l'obbligo di non detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei clienti.

Cfr. CIVALE, "La Direttiva MIFID. Principali novità e procedure di adeguamento", ZITIELLO & Associati Studio Legale, 2007.

[26] Ancor più gravi, infatti, possono risultare le conseguenze in termini di reputazione derivanti della mancata gestione del conflitto di interessi: i contenziosi con i clienti e la cessazione dei rapporti contrattuali che dalla realizzazione di situazioni confliggenti possono derivare, minano l'immagine dell'intermediario sul mercato e fanno crollare l'appetibilità dei prodotti e dei servizi offerti, causandone un sostanzioso calo di competitività rispetto ad altre istituzioni concorrenti.

[27] A ben vedere, le regole hanno un contenuto prudenziale: un intermediario inefficiente viene marginalizzato dal mercato, e, di conseguenza, riduce la competitività complessiva e il buon funzionamento del sistema finanziario. Inoltre, esse hanno anche una funzione di tutela degli investitori, nei confronti di potenziali comportamenti scorretti o imprudenti

consentono di contrastare gli effetti della commistione di interessi molteplici (i quali possono essere tra loro contrastanti). Si perviene così alla possibilità di identificare situazioni confliggenti, in atto o potenziali, e alla correlata individuazione di tecniche organizzative[28] in grado di mitigare i rischi presenti nelle fattispecie in esame; da qui la prospettiva di politiche gestionali che, a fronte di persistenti conflitti di interesse, assicura comunque la *disclosure* dell'operatore nei confronti del cliente e, quindi, dà luogo ad una apertura dell'intermediario a soluzioni non ipotizzate sotto la precedente normativa.

---

e in relazione all'aumento dei costi del servizio a causa proprio delle inefficienze dell'operatore. Cfr. NAPOLETANO, *Lo svolgimento dei servizi,* in "*Il nuovo diritto societario e dell'intermediazione finanziaria"*, CEDAM, 1999.

[28] I rimedi strutturali in parola si identificano con la realizzazione di barriere organizzative, procedure, regole primarie e secondarie, tra le diverse funzioni operative del medesimo istituto di intermediazione, tipicamente denominate "*chinese walls*": tali soluzioni consentono di ostacolare i vari operatori preposti alla prestazione dei servizi di investimento nello sfruttamento di notizie (cosiddette "price sensitive") riguardanti altri e diversi settori aziendali; tutto ciò, ovviamente, viene attuato al fine di garantire non solo una sana e prudente gestione dell'istituzione bancaria, ma anche una possibile battaglia allo sfruttamento dei conflitti di interesse, che si vengono a creare proprio in seguito alla circolazione di informazioni riservate tra i vari operatori, le quali, non di rado, permettono a questi ultimi di battere i mercati finanziari e ottenere ampi margini di guadagno a danno degli interessi e delle remunerazioni dei rispettivi clienti.

Tuttavia l'adozione di questo strumento, se mal gestita, potrebbe anche sortire effetti contrari alle aspettative e portare ad omettere la rilevazione dell'esistenza di conflitti in più sezioni dell'azienda bancaria. Ne è un valido esempio un caso giudiziale americano del 1974: in questa occasione l'intermediario finanziario, anche se ben a conoscenza di svariate informazioni riservate relative ad una imminente crisi di società, continuò a investire per conto dei suoi clienti in strumenti emessi proprio dalla suddetta società in stato di tracollo finanziario. Ebbene, dinanzi alla citazione di uno di questi ultimi per danni causati dal comportamento sleale, l'operatore si difese appellandosi al rispetto delle procedure finalizzate ad evitare lo scambio di informazioni riservate da un dipartimento ad un altro e, quindi, affermando che il dipartimento dedicato al trading fosse legittimamente all'oscuro delle informazioni acquisite dal dipartimento di corporate governance.

Molti studiosi, infine, considerano le muraglie cinesi come soluzioni di tipo statico, che, proprio per la loro natura, dovrebbero essere affiancate dalla definizione di procedure di attraversamento delle stesse, da utilizzarsi in casi eccezionali e con l'autorizzazione della funzione responsabile, di solito rappresentata dalla Compliance interna.

4. La bufera economico-finanziaria che si è abbattuta sul pianeta negli ultimi anni ha pesantemente segnato il destino dell'intero sistema, alterandone le dinamiche di sviluppo e minandone alla base la stabilità. L'amplificarsi degli eventi di default[29] è stato profondamente alimentato dalla realtà dei moderni ordinamenti finanziari, caratterizzati da un processo di globalizzazione, ed orientanti verso una formula banco centrica che spesso si risolve nella negoziazione di ingenti quantitativi di titoli, alcuni dei quali si sono rivelati estremamente tossici.

Dette valutazioni vanno riguardate alla luce di una intensa *deregulation* dei mercati finanziari, e dunque in relazione alle forme di vigilanza pubblica che di recente ha mostrato una scarsa capacità di comprensione delle difficoltà in cui sono incorsi gli intermediari. In altri termini non si può prescindere dal considerare la crescente discrasia fra le dimensioni dell'attività finanziaria e l'effettiva portata della normativa di settore: si è in presenza di fattori che costituiscono un fertile campo nel quale gli operatori si sono orientati per effettuare "arbitraggi regolamentari" e accrescere la propria operatività al di fuori dei limiti stringenti dei controlli pubblici.[30]

---

[29] A tale riguardo è il caso di far presente che, a partire dal 2007, il susseguirsi di inevitabili fenomeni di grave tracollo finanziario da parte di importanti istituti di intermediazione (tra i quali si annovera Lehman Brothers) è stato determinante per la creazione di un effetto domino di dimensioni tali da scatenare una crisi a livello globale; diffuse incertezze e reazioni di perplessità e timore da parte dei mercati hanno contribuito al trasferimento della situazione di allerta dall'economia virtuale a quella reale, causando, in brevissimo tempo, un netto calo delle produttività dei settori industriali. Per approfondimenti, vedi FASSONE, "*Piccola grammatica della grande crisi. Perché è nata? Come uscirne?*", Effatà Editrice 2009.

[30] Tale analisi deriva dalla convinzione che la correzione dei punti deboli della regolamentazione dei mercati finanziari serve a non ripetere gli errori passati; tra questi, vi è, per alcuni studiosi, una eccessiva spinta alla deregolamentazione dei mercati finanziari, alla stregua dell'orientamento liberista anglosassone che, attraverso la riduzione degli

Come sempre accade, la realizzazione di un'inaspettata situazione patologica opera da catalizzatore nel fare emergere i limiti che contraddistinguono gli assetti disciplinari vigenti, svelandone le debolezze e la potenziale incapacità nel sostenere un repentino mutamento dei fondamentali dell'economia. Orbene, il clima di incertezze che ne risulta finisce col provocare diffusi timori e scetticismi tra gli operatori finanziari i quali, in balia di mercati altalenanti e insicuri, risultano coinvolti in un inevitabile effetto domino che interessa i sistemi di tutto il pianeta, viepiù mostrando la complessità di "un capitalismo che non riesce a superare taluni suoi limiti intrinseci"[31].

Come è dato registrare per molteplici attività di investimento, la consulenza finanziaria ha subito gli effetti negativi di un sistema caratterizzato, dapprima, da una eccessiva prevalenza della finanza sull'economia reale, e in seguito, da una folle corsa all'offerta di "denaro facile", (strategia quest'ultima che si è svolta senza contemplare criteri di selezione sul merito di credito della clientela). Ed invero, l'intento sfrenato di business (inteso qua-

standards richiesti per l'esercizio dell'attività finanziaria, ha dato via libera all'ideologico "laissez faire", sfociato talora in comportamenti anomali e rischiosi. Ma v'è pi più. Lo scatenarsi della crisi a livello globale ha mostrato appieno i limiti dei sistemi normativi nazionali, i quali, presi dalle esigenze di tutela delle rispettive economie nazionali, hanno trovato un accordo comune solo grazie al Comitato di Basilea che ha condotto a dei principi (requisiti minimi di capitale e sistemi interni di controllo del rischio) condivisi in maniera uniforme dalla pluralità degli intermediari finanziari appartenenti ai paesi industrializzati; tuttavia, a fronte dell'avvenuta crisi globale, la strada per la definizione di regole più stringenti per gli intermediari finanziari appare ancora alquanto complicata, ostacolata dall'influenza che la politica nazionale può ancora esercitare sui Comitati internazionali. Infine, si discute sul ritardo registrato nelle Autorità di vigilanza nel comprendere la situazione di grave crisi che incombeva sul profilo patrimoniale degli intermediari finanziari: la vera causa di ciò potrebbe rinvenirsi dalla recente riduzione di discrezionalità e poteri di controllo attribuiti alle Autorità, in ordine al raggiungimento di una maggiore autonomia imprenditoriale da parte degli istituti finanziari. Cfr. BRESCIA MORRA, "*Regole e controlli pubblici al tempo della crisi*", 2009; in precedenza BINI SMAGHI, "Chi ci salva dalla prossima crisi finanziaria?", Il Mulino, 2000.

[31] Cfr. CAPRIGLIONE, "*Crisi a confronto (1929 e 2009)*", Wolters Kluwer Italia, 2009

le elemento fortemente degenerativo che ha permesso la configurazione di modelli di "finanza espansiva"[32]) ha condotto gli operatori di mercato verso strategie e pratiche operative che difficilmente appaiono conciliabili con la prioritaria cultura della correttezza degli investimenti: ne costituiscono evidente prova la pianificazione di operazioni altamente rischiose e la gestione delle attività in portafoglio guidata da criteri ben lontani dalla prudenza e dalla diligenza.

Ne conseguono altresì i numerosi conflitti di interessi da cui l'attività di intermediazione risulta frequentemente viziata, e la constatazione di una forte perdita di fiducia[33], congiunta ad un considerevole aumento dell'avversione al rischio, da parte dei risparmiatori nei confronti del mercato e degli istituiti finanziari.

L'indagine deve pertanto focalizzarsi necessariamente sulla ricerca di linee di intervento coerenti con l'ordinamento finanziario globale e, per quel che più specificatamente ci riguarda, con le peculiarità del contesto regionale europeo. Alla luce di un tale obiettivo, tuttavia, appare di preliminare importanza l'identificazione delle discrasie sistemiche che hanno determinato la diffusione della crisi e degli squilibri ad esse connaturate.

---

[32] Con tale termine si vuole indicare l'orientamento degli intermediari finanziari che in tempi recenti ha attribuito notevole rilevanza a forme di investimento innovative e altamente rischiose, mettendo a dura prova i portafogli dei propri clienti e, allo stesso tempo, l'equilibrio dei mercati finanziari. Per approfondimenti, si veda RAVIOLO, "*La crisi globale da Bretton Woods ai mutui subprime*", GAIA s.r.l Edizioni Universitarie Romane.

[33] In particolare, la crisi ha portato in superficie diffusi comportamenti opportunistici e, talvolta, anche gravi casi di frode finanziaria; ne scaturisce un calo di fiducia tra gli investitori, registrato con particolare rilevanza nei momenti successivi al fallimento di Lehaman Brothers. Se ne deduce, pertanto, un cambiamento nell'approccio del risparmiatore alle relazioni con gli intermediari e con i consulenti finanziari, nonché alle strategie di allocazione dei portafogli di investimento. Per approfondimenti, si veda GUISO, "*Dopo la crisi finanziaria. Le nuove strategie di investimento delle famiglie.*" EUI & EIEF, Roma 16 Marzo 2010.

In tale stato di cose la regolamentazione di settore evidenzia l'incapacità di evitare il realizzarsi di comportamenti anomali da parte degli intermediari: i presidi MIFID non hanno ottemperato al loro ruolo di rigore e, dunque, la relativa attuazione non ha garantito la sperata salvaguardia degli interessi dei risparmiatori.

Aspetto particolarmente significativo degli eventi patologici in parola risulta l'inadeguatezza dei mezzi di vigilanza bancaria e finanziaria, i quali hanno mostrato fin da subito eloquenti segni di cedimento nell'attività di supervisione. Da ciò è derivata una crescente insicurezza in capo alle Autorità nell'identificare soluzioni condivise, stante "una ridotta capacità di analisi dei rischi macroprudenziali"[34] relativi alle gravi anomalie del mercato finanziario.

Come già anticipato, la globalizzazione ha decretato un improvviso spiazzamento della normativa MIFID, la cui rilevanza ha determinato conseguenze (in termini disciplinari) tali da far temere per la stabilità del sistema economico e finanziario del pianeta.

Il quadro prospettico che viene delineato appare tutt'altro che rasserenante. Dinanzi ai primi segnali di crisi la normativa in parola ha fatto registrare un sostanziale arresto nel processo di assimilazione degli intermediari finanziari: vanno tenute presenti al riguardo le difficoltà che questi ultimi hanno dovuto affrontare nel tentativo di conciliazione degli interrogativi posti dall'evoluzione del contesto geo-politico.

---

[34] Cfr. CAPRIGLIONE, "*Eurosclerosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*", Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n.1, 2010.

Inoltre il problema si sposta a ricomprendere le cause di tali antinomie, in primo luogo valutando l'esistenza di una sostanziale incompatibilità tra la natura dei principi comunitari e il mutato sistema finanziario (donde l'imputazione dell'origine di tali eventi alla configurabilità di carenze interpretative della realtà in esame da parte delle Autorità).

Per converso, le incertezze mostrate dagli organi di vigilanza nel risolvere le problematiche in parola appaiono riconducibili non esclusivamente all'inadeguatezza della normativa comunitaria, bensì essenzialmente al limitato arco temporale intercorso dall'emanazione della normativa in parola ed il relativo recepimento. Inoltre, le forti turbolenze registrate negli ultimi anni hanno dimostrato che il rischio di insolvibilità degli emittenti è correlato direttamente al market liquidity risk[35]. I timori che hanno scosso il mercato interbancario hanno determinato un graduale aumento del costo del finanziamento degli istituti finanziari, trasformando la crisi di liquidità sui mercati *over the counter* dei titoli cartolarizzati in una crisi sistemica di liquidità bancaria[36]. Ne è conseguito un mancato rispetto dei principi di sana e prudente gestione, irregolarità diffusa, in particolar modo, tra molteplici istituti – rivelatesi poi ampiamente colpiti dalla recente crisi - che da tempo adottavano sistemi di gestione del rischio di liquidità

[35] Tale variabile è emersa dalla recente crisi quale nuovo fattore di rischio ed è strettamente collegata alle condizioni di liquidità del mercato; in particolare, il market liquidity risk si è rivelato essere un efficace parametro di misurazione dell'incidenza di taluni sintomi di illiquidità generale del mercato sul valore dei titoli detenuti dagli intermediari finanziari. Per approfondimenti, si veda CAPRIGLIONE, "Crisi a confronto (1929 e 2009)", Wolters Kluwer Italia, 2009.

[36] Si veda DEL BENE, "*Strumenti finanziari e regole MIFID: compliance, autorità di vigilanza e conflitti di interesse*", Wolters Kluwer Italia, 2009

non di certo coerenti né con le dimensioni della propria attività, né tantomeno con la complessità degli strumenti finanziari affermatesi sul mercato[37].

Trattasi di rischio sottoposto ad una variabile che sfugge ai criteri di valutazione tradizionali[38], basati sull'accertamento dell'equilibrio finanziario e sulla tutela delle controparti. A ben considerare, quest'ultima pone con imperativa urgenza la necessità di ricercare nuove metodologie di verifica della stabilità degli intermediari che forse, o senza forse, non sono più identificabili nei meccanismi di raccordo comitologico alla base della MIFID.

Dunque, il problema si sposta all'individuazione di nuove forme di vigilanza, e, per tale via, al riscontro di validità della nuova intelaiatura delle Autorità di vertice che a livello europeo è stata configurata a seguito del noto rapporto De Larosière[39], basata sulla definizione di forme di stretto raccordo istituzionale e funzionale fra i soggetti in parola. Va da sé che tali interventi dovranno tradursi in azioni consapevoli della mutata realtà economico-finanziaria: a fronte del nuovo assetto mondiale, pertanto, risulta necessario procedere ad una rivisitazione delle norme che regolamentano i rapporti fra intermediari e clienti, onde raggiun-

---

[37] Per approfondimenti si veda BANCA D'ITALIA, "*Liquidity risk management. Disposizioni in materia di governo e gestione del rischio di liquidità delle banche e dei gruppi bancari e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale*" Giugno 2010.

[38] Ne costituiscono un esempio emblematico gli strumenti di cartolarizzazione, i quali, non adeguatamente valutati da Basilea II, si sono rivelati elemento scatenante della crisi finanziaria.

[39] Come è stato puntualmente evidenziato, «il 23 settembre 2009 la Commissione europea ha presentato l'insieme di interventi normativi con i quali intende dare attuazione all'accordo generale raggiunto dai capi di Stato e di governo....per la vigilanza sul sistema bancario, finanziario e assicurativo nell'Unione europea». Così MASERA, "*La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*", in Rivista Trimestrale di diritto dell'economia, 2009, I, p. 162.

gere un opportuno quanto necessario equilibrio nella composizione degli interessi in campo[40].

Angela Troisi

Dottoranda in Diritto degli Affari
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

[40] A discapito degli ottimistici presupposti della finanza moderna, i mercati e gli operatori non hanno ottemperato al loro ruolo di rigore, mostrando una intrinseca debolezza nell'auto-regolamentarsi e nell'auto-correggersi. Tale fallimento ha indotto l'esigenza di una ricomposizione delle regole in campo, coerenti a livello internazionale e strumentali ad una più efficace supervisione macro e micro prudenziale. Per approfondimenti, si veda MASERA, "*Towards a new regulatory and supervisory framework of the financial sector in Europe: role and contents of the AIFMD, with specific reference to Not- Listed Real Estate Funds*", in Rivista Trimestrale di diritto dell'economia, 2010,1l, reperibile su www.rtde.luiss.it.

BANCHE ED IMPRESE IN CRISI TRA FUNZIONE ISTITUZIONALE CREDITIZIA E TUTELA DEL RISPARMIO

ABSTRACT: *This paper considers the current economic crisis from the point of view of the detection of banking regulation risks (in particular, having regard to hard-regulation and soft-regulation forms). In this context, the law applicable to banking can be regarded as a trade-off between the constitutional principle of the protection of savings and the institutional function of the granting of credit. Recently, legislative measures have been designed to assist the banks' commitment to support companies in difficulty through the grant of short-run financing. Firstly, there was the "Tremonti bond" directed to the recapitalization of banks; secondly, there were the innovations enacted by article 48 of legislative decree no 78/2010 (converted into law no 122/2010) that introduced not only article 182-quater into the bankruptcy law, which makes claims arising out of the bank financing of reorganisation agreements pre-deductible, but also article 217-bis dispensing from bankruptcy offences payments and operations made pursuant to a recovery plan. Finally, these measures show the new trend of maximum credit accessibility, while respecting the so-called principle of "sana e prudente gestione".*

SOMMARIO: 1. Banche e imprese in crisi: una metafora teatrale – 2. Le fonti di regolazione dei rapporti tra banche ed imprese nella crisi – 3. Il difficile bilanciamento tra funzione istituzionale di sostegno alle imprese e tutela del risparmio bancario – 4. Le regole di comportamento: norme primarie, Istruzioni di Banca d'Italia, autoregolamentazioni ABI, accordi intercategoriali – 5. I "contratti di crisi" tra banche e imprese: in particolare programmi di ristrutturazione e piani di risanamento – 6. La partecipazione delle banche al capitale delle imprese in crisi.

1. Ricorrendo ad una metafora teatrale – anche se Galgano[1] ha mostrato le insidie del ricorso alle metafore nel diritto – il tema di queste riflessioni può essere rappresentato come:

– uno <u>scenario</u>: le situazioni "di difficoltà" delle imprese che vanno, in gradazione ascendente, dalla tensione finanziaria, allo squilibrio strutturale (pre-crisi), alla crisi, dichiarata o meno[2];

– e su questo <u>scenario</u> l'interazione di due tra i <u>protagonisti</u> principali: le banche, già creditrici o potenziali finanziatrici, e le imprese affidate, o aspiranti tali.

---

[1] Cfr. GALGANO, *Le insidie del linguaggio giuridico. Saggio sulle metafore nel diritto*, Bologna 2010, *passim*.

[2] Per un'analisi dei diversi tipi di situazioni v. IANNACCONE, *La crisi d'impresa*, relazione al Seminario Paradigma "*La responsabilità civile e penale delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in crisi*", Milano 16-17 dicembre 2010.

Proseguendo nella metafora:

– le trame della vicenda – cioè le situazioni sostanziali delle imprese e dei loro rapporti con le banche – possono essere molto diverse, dalle meno complesse alle più drammatiche, ma tutte devono essere immesse in precisi, inderogabili

– copioni – che disciplinano il "gioco delle parti" ai fini del programmato svolgersi della rappresentazione.

Ed i copioni debbono esser confezionati secondo le regole dell'arte drammaturgica, e in particolare dei diversi generi teatrali.

Fuor di metafora:

– le trame sono i possibili intrecci e sviluppi delle situazioni economico-finanziari reali delle imprese e dei loro rapporti con le banche;

– i copioni sono le procedure di prevenzione o gestione delle crisi, che sono prefigurate in *atti programmatici*[3] – nel senso che predeterminano le sequenze dei comportamenti futuri dei vari attori – i quali atti possono essere di fonte privata, quindi contrattuale[4], ma anche pubblica, quindi autoritativa (anche se spesso le decisioni pubbliche sono fondate su accordi, procedimentali ma anche informali)[5];

– le regole sono contenute nelle regolamentazioni generali o speciali, *in primis* di fonte pubblica, ma anche privata, quali i codici

[3] Cfr. M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna 1995.
[4] v. la nitida sintesi di A. NIGRO e D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009.
[5] Cfr., per tutti, F. SATTA, voce *Accordi,* in *Il diritto. Enciclopedia Giuridica*, vol. I, Milano 2007.

di autoregolamentazione[6], ma vi sono anche accordi tra l'ABI, associazioni imprenditoriali e governo, che sono sostanzialmente dei patti politici[7].

2. E' da sottolineare la molteplicità, ed eterogeneità, delle fonti e della natura delle regole di comportamento delle banche nei confronti delle imprese "in difficoltà", che vanno dal codice civile, al TUB, alla legge fallimentare (più volte novellata), alle "Istruzioni" di vigilanza di Banca d'Italia, agli accordi tra associazioni imprenditoriali e ABI, ai codici di autoregolamentazione, per giungere sino agli atti programmatici di fonte contrattuale cui s'è accennato: concordati, accordi di ristrutturazione e piani di risanamento.

Più che di regolamentazione si deve parlare di *regulation*[8] che è concetto, com'è noto, più ampio, e – nel caso dei codici di autoregolamentazione e degli accordi – di *soft regulation*.

L'unico tratto comune che hanno "fonti" (in senso atecnico) tanto eterogenee è fornire i *parametri* per giudicare la adeguatezza/correttezza tecnica – secondo i principi dell'economia degli intermediari bancari – delle procedure seguite e delle scelte di merito compiute dalla banca, spesso da più banche, in una determinata situazione, critica o precritica.

Ed è alla stregua di questo insieme di parametri, i quali attengono al *proprium* dell'attività d'impresa bancaria – la quale,

---

[6] Cfr. S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche, mercati, imprese*, Torino, 2008.
[7] Secondo la classificazione di M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano 1993, vol. I.
[8] Cfr., per tutti, RANGONE, voce *Regolazione* in *Dizionario di diritto pubblico*, dir. da S. Cassese, Milano 2006, vol. V°.

come tutte le imprese, deve prevedere, ma anche affrontare rischi[9], purché ragionevoli e ponderati – che deve essere valutata la *liceità*, tanto civilistica che penalistica, della condotta di coloro che hanno deciso ed operato per conto della banca.

In altre parole: ai fini dell'accertamento di possibili illeciti, civili o penali, dovranno esser "ripercorsi" l'istruttoria (per accertare se sia stata completa e trasparente), il corretto bilanciamento previsionale dei rischi e dei vantaggi, la ragionevolezza della decisione alla luce della situazione conoscibile (nel senso che la banca, usando la diligenza professionale, poteva conoscerla).

3. In realtà tutta l'attività creditizia è configurabile come un bilanciamento, una dialettica tra due principi: quello costituzionale di tutela del risparmio e quello, consustanziale alla *funzione* delle banche, di sostenere – soprattutto in periodi di crisi sistemiche[10] – il mondo delle imprese.

E l'applicazione del concetto di *funzione* all'impresa bancaria non vuole riproporre surrettiziamente superate, e criticate[11], concezioni sulla funzionalizzazione delle banche ad interessi pubblici, ma, molto più semplicemente, fare riferimento al fatto che tutta l'attività bancaria è istituzionalmente funzionale – nei limiti della sana e prudente gestione – a tale sostegno. A scanso di equivoci si ricorda che ormai la più attenta dottrina commer-

[9] Sui vari tipi di rischi v. BRUGGER, *I rapporti tra banche e imprese in temi di crisi*, relazione al Seminario *La responsabilità...* cit.
[10] Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova 2009.
[11] Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna 2007.

cialistica[12] applica il concetto (di teoria generale) di funzione alle imprese (soprattutto in relazione alla *governance* ed ai processi decisionali).

Ma al di là della dottrina è ormai la "costituzione economica" sostanziale[13] a registrare – nella crisi economica internazionale – una serie di interventi legislativi di tipo promozionale, volti cioè a favorire direttamente o indirettamente l'impegno delle banche a sostenere – sempre nei limiti già richiamati – le imprese in difficoltà.

Ci si limita – per brevità – a due soli esempi:

– una forma di sostegno indiretto sono stati i "Tremonti bond"[14], in quanto volti alla ricapitalizzazione delle banche;

– una forma di sostegno diretto sono le innovazioni introdotte dall'art. 48 del d.l. n. 78/2010, modificato in sede di conversione con legge n. 122/2010, che ha introdotto l'art. 182 *quater* nella legge fallimentare, qualificando come prededucibili i crediti derivanti da finanziamenti effettuati dalle banche in attuazione di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione ed ha introdotto l'art. 217 *bis*, esentando dai reati di bancarotta i pagamenti e le operazioni compiuti in esecuzione di un concordato preventivo, di un accordo di ristrutturazione o di un piano di risanamento. Senza entrare nei problemi interpretativi di queste disposizioni[15], preme solo sottolinearne la portata sistemica, che è chiara: incoraggiare le banche a concedere nuovi finanziamenti,

---

[12] Cfr. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino 2004, vol. 1.
[13] Cfr. COCOZZA, *Diritto pubblico applicato all'economia*, Torino 2007, cap. 6.
[14] Cfr. RISPOLI FARINA, *Note a margine dei "Tremonti bond"* in *Le Società*, 2009.
[15] Per i quali rinvio a BRICCHETTI, *Le novità introdotte dalla legge 30 luglio 2010 n. 122* ed a FONTANA, *Il* favor *nei confronti dell'erogazione del credito: esenzioni da revocatoria e prededucibilità*, relazioni al Seminario "*La responsabilità …*" cit.

di medio periodo o "ponte", sempre che – ovviamente – ne esistano i presupposti, in base a valutazioni previsionali tecnicamente ragionevoli.

Si può dunque dire che nella nostra "costituzione economica" materiale al principio della tutela del risparmio si affianca, ormai, quello della massima accessibilità al credito, ferme restando l'autonomia della banca e la discrezionalità della decisione, perché il "credito facile" collide con il principio d'apice dell'ordinamento bancario, che è quello della sana e prudente gestione e con la finalità generale della stabilità del sistema, presidiata dalle norme del T.U.B. e dalle "Istruzioni" della Banca d'Italia[16].

In altre parole non vi è un obbligo di contrarre di fonte legale, ed anche la prospettata istituzione, presso le prefetture, di Osservatori sul comportamento delle banche nella erogazione del credito è stata una "grida manzoniana" ed è rimasta inattuata. Vi sono piuttosto meccanismi che prevedono la dilazione dei termini di pagamento da parte delle banche.

Naturalmente le pur positive innovazioni normative non sono risolutive a fronte di prassi bancarie spesso di corte vedute ed in presenza di condizioni strutturali, o di variabili esterne, che ostacolano il pieno dispiegarsi degli interventi bancari nelle situazioni di crisi.

Sulle prassi restrittive c'è poco da dire: soprattutto nei confronti delle piccole aziende vi è strutturale "difficoltà" a valutare la meritevolezza dei progetti imprenditoriali.

---

[16] Cfr. BRESCIA MORRA, *Le forme della vigilanza* in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Caprigliione, Padova 2010, Tomo I.

Per gli altri profili richiamo le considerazioni di Panzani[17] sull'assenza, in Italia, di procedure serie di allerta preventiva, non fondate su meri dati fenomenologici (ritardi nei pagamenti), sulla struttura familiare delle imprese, che le rende restie ad accedere alle procedure negoziali, sui vincoli di Basilea 2, che puniscono le banche che finanziano imprese con un basso *rating*.

4. Si è finora usato il termine generico di regolazioni dei comportamenti delle banche nelle crisi d'impresa. In proposito si può distinguere tra *hard regulation*, costituita dalle norme primarie e dalle "Istruzioni" della Banca d'Italia[18] e *soft regulation*, costituita dagli accordi intercategoriali, spesso propiziati dal governo, e dalle forme di autoregolamentazione.

L'*hard regulation* è, ovviamente, più incisiva.
Ad esempio, nel caso – appena citato – dell'art. 217 *bis* della legge fallimentare, l'esonero di responsabilità per concorso nella bancarotta, preferenziale e semplice, è collegato al *fatto giuridico*[19] che i pagamenti o le operazioni delle banche nei confronti delle imprese in crisi sono stati compiuti in esecuzione di un concordato preventivo o di un accordo di ristrutturazione omologato, mentre è più problematica l'efficacia scriminante se si è in presenza di un piano di risanamento attestato (il quale non ha avuto la "sanzione" approvativa del giudice).

---

[17] Cfr. PANZANI, *Concessione abusiva del credito e successivo fallimento delle imprese in crisi*, relazione al Seminario "*La responsabilità ...*" cit.
[18] Cfr. D'AMBROSIO, *La Banca d'Italia* in AA.VV., *Le autorità amministrative indipendenti* (a cura di P. Cirillo e R. Chieppa), volume del *Trattato di diritto amministrativo*, dir. da G. Santaniello, Padova 2010.
[19] Cfr. IRTI, *Norme e fatti. Saggi di teoria generale del diritto*, Milano 1984.

Nei due primi casi è da ritenere precluso al giudice penale un nuovo esame della fattispecie; nel terzo è da ritenere che la banca abbia comunque un obbligo di particolare diligenza nel valutare il piano di risanamento e l'attestazione della ragionevolezza e dell'attuabilità del programma di azioni e misure in esso delineato, al fine di pervenire, nel tempo, al risanamento dell'esposizione, al riequilibrio della situazione finanziaria e, in prospettiva, al rilancio dell'impresa nel mercato[20].

In questo caso ove si dimostri che la peculiare diligenza professionale è stata dispiegata non sembrano esservi margini per l'incriminabilità (a meno che non si voglia sostituire, come talora accade, il "senno del poi", cioè del sopravvenuto *default*[21] dell'impresa, alla valutazione compiuta dalla banca "allo stato degli atti" conosciuti, cioè del piano di risanamento attestato).
Analoga valenza hanno le "Istruzioni" della Banca d'Italia, delle quali nessuno più dubita che siano atti precettivi[22], recanti regole di comportamento che dettano in alcun casi le procedure operative da seguirsi ed in altri vere e proprie regole tecniche (ad esempio: soglie) cui attenersi.

Le "Istruzioni" sono per le banche un vincolo, ma anche una sorta di "scudo" in quanto la loro osservanza, o – viceversa – inosservanza, nei singoli casi, costituisce un parametro essenziale della liceità, o illiceità, civile e penale, del comportamento tenuto nei confronti delle imprese in crisi.

---

[20] Cfr. NIGRO - VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna 2009, pp. 379 ss.
[21] Cfr. ORSI, *Erogazione del credito alle imprese in crisi: profili di rilevanza penale connessi ai piani di ristrutturazione*, relazione al Seminario "*La responsabilità ...*" cit.
[22] Cfr. CAPRIGLIONE, *Fonti normative* in AA.VV.,*L'ordinamento finanziario...* cit., Tomo I.

Veniamo alle fonti di *soft regulation*[23], che sono piuttosto interessanti.

Gli accordi tra associazioni – ad esempio: tra ABI, Confindustria, Confcommercio, etc. – promossi o meno dal governo, hanno valenza di patti politici, nel senso che obbligano, in via gradata, tutte le banche aderenti all'ABI a conformare i loro comportamenti, al fine di sostenere con il credito le imprese vitali.

E' ovvio, peraltro, che il conformarsi delle banche al contenuto degli accordi non le esime dal procedere, nei singoli casi, ad uno scrutinio attento del merito di credito, perché l'essersi conformati agli accordi stessi non vale come esimente in caso di scarsa diligenza.

Nella realtà il rischio è, piuttosto, quello – opposto – di una certa "impermeabilità" delle prassi bancarie restrittive, per così dire molecolari o periferiche, rispetto alle finalità enunciate negli accordi. E qui dovrebbe essere l'ABI a richiamare le banche associate ad una maggiore "apertura", perché il loro comportamento "disallineato" viola il patto associativo.

Di maggiore valenza – ai fini della eventuale valutazione, *ex post*, della diligenza/correttezza del comportamento delle banche che hanno erogato finanziamenti alle imprese in crisi – sono i codici di autodisciplina, a cominciare dal "Codice di comportamento tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione atti a superare le crisi d'impresa", che risale all'aprile 2000.

---

[23] V. per tutti DE BERNARDIN, voce *Soft Law* in *Dizionario di diritto pubblico* a cura di Cassese, Milano 2006, vol. VI.

Come si deduce dall'intitolazione il Codice è volto a regolare i rapporti tra le diverse banche che, molto spesso, si trovano ad essere compresenti nelle situazioni critiche di imprese multiaffidate, ed impone, in estrema sintesi: lo scambio più ampio delle informazioni, l'impegno a perseguire insieme una soluzione concordata ed a non fare "fughe in avanti", cioè a modificare la propria situazione singola nei confronti dell'impresa, a costituire organismi informali per la gestione collegiale delle crisi finanziarie da parte degli istituti di credito "esposti", etc.

Nel decennio trascorso dal 2000 ad oggi sono intervenute molte innovazioni normative, ma il Codice resta importante per più ordini di motivi. Innanzitutto perché – come rilevava già, all'epoca, la dottrina[24] – i meccanismi delle soluzioni stragiudiziali sono molto articolati, perché vanno dagli accordi dilatori, ai "*pacta de non petendo*", o alla rinuncia agli interessi, sino alla conversione di una parte dei debiti in capitale di rischio (su quest'ultima ipotesi si tornerà).

In secondo luogo perché il tratto comune a tutte queste fattispecie è – com'è noto – la *contrattualità*.

Prima di accennare al tema della contrattualità è da chiedersi quale valenza giuridica sia da assegnare ai Codici di comportamento come quello dell'ABI.

In estrema schematizzazione si può dire che l'osservanza di essi è condizione necessaria, ma non sempre sufficiente, ai fini dell'esonero dalle responsabilità civili e penali: si può anche sbagliare malamente (se non interessatamente) in molti.

---

[24] Cfr. MAIMERI, *Sistemazioni stragiudiziali delle crisi d'impresa e codice di comportamento bancario* in Banca, Borsa e Titoli di credito, 2000, p. 417 ss.

E' certo, viceversa, che la violazione dei codici di comportamento è quanto meno *sintomatica* di probabili comportamenti illeciti.

5. Veniamo, rapidamente, alla natura, e struttura, contrattuale di queste fattispecie.

Al di là della struttura complessa, plurilaterale e di durata dei "contratti di crisi" – che possono essere sia inerenti a fattispecie di concordati, ristrutturazioni e risanamenti, sia, per così dire, "isolati" – il profilo più interessante riguarda tutto quello che avviene "a monte", vale a dire – per rimanere agli istituti richiamati – tutta la sequenza di progressiva definizione dello schema di concordato o del testo dell'accordo o del piano di risanamento.

Oltre che – ovviamente – il testo delle clausole contrattuali viene, dunque, in rilievo, ai fini della eventuale responsabilità civile e penale, il "percorso" logico seguito per giungere a definire i *contenuti sostanziali* su cui ci si è accordati ed il sistema delle reciproche obbligazioni, variamente intrecciate.
Tale percorso è rilevante perché è in esso che debbono essere ponderati tutti i dati – economico-finanziari, ma anche imprenditoriali in senso stretto – della situazione e delle prospettive dell'impresa in crisi.

La fase precontrattuale, ancorché in gran parte informale, viene – perciò – ad essere tutta rilevante, perchè deve essere resa trasparente ed intelligibile la maturazione delle scelte e dimostrata la ragionevolezza (che non vuol dire la "bontà" oggettiva) delle scelte compiute "alla fine" del percorso.

Deve, in altre parole – in relazione al peculiare rischio di queste situazioni – essere ricostruibile come è stata esercitata la facoltà di scelta, che è il nocciolo della *funzione* creditizia, cui si accennava all'inizio.

E, ai fini della ragionevolezza e, quindi, della fattibilità, vengono in rilievo due metodologie tipiche della *law & economy*: l'analisi costi-benefici e la comparazione tra le soluzioni alternative possibili che si presentano nella situazione data[25].

In sintesi: la banca può anche sbagliare nell'investire sulla *vitalità* dell'impresa in crisi – questo è consustanziale alla sua funzione istituzionale – purché si tratti di un errore commesso "con diligenza".

Simmetricamente, il perseguimento dell'assenza di rischio o l'ossessiva prevenzione di qualsiasi rischio conduce troppo spesso a prassi restrittive.

A proposito della rilevanza della fase precontrattuale è da sottolineare che la legge fallimentare novellata, mentre – ai fini dell'omologazione – si limita a richiedere che gli accordi di ristrutturazione siano attuabili e idonei ad assicurare il pagamento dei creditori estranei, nulla dice sul contenuto dei piani di risanamento.

In realtà il tratto comune ad entrambi, ed ai concordati giudiziali, è che possono avere i contenuti dispositivi ed organizzatori più disparati[26]. Accanto alla regolazione dei debiti possono essere previste misure strumentali o connesse che possono incidere

[25] Cfr. BRUGGER, *I rapporti*... cit.

[26] Cfr. NIGRO – VATTERMOLI, *Diritto della crisi* ... cit.; *ex professo* sui due istituti v. FRASCAROLI SANTI, *Gli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Padova 2009, e BIANCHI, *Crisi d'impresa e risanamento,* Milano 2010.

sull'organizzazione aziendale, sugli assetti proprietari, sulla scelta degli amministratori e comprendere la creazione di strutture di monitoraggio, sorta di comitati di vigilanza.

Ed, ancora, viene in rilievo la fase postcontrattuale, perchè – nell'ambito del rapporto di durata – si rendono frequentemente necessari degli aggiustamenti successivi al "programma" già concordato e quindi degli *amendements* ai contratti originari[27].

Questi rapidi cenni rivelano la complessità del sindacato giudiziale su fattispecie che disciplinano profili tanto eterogenei, con finalità che vanno – a seconda degli istituti – dal recupero dei crediti, nella misura del possibile, al risanamento e rilancio.

6. Tra le forme di sostegno alle imprese in crisi vi è da segnalare la partecipazione temporanea, ma anche permanente, delle banche al capitale.

In attuazione di due direttive europee – 2006/48 e 2007/44 – il CICR, con deliberazione n. 276/2008, ha disposto che "*le banche ed i gruppi bancari possono detenere partecipazioni in imprese non finanziarie secondo quanto stabilito da Banca d'Italia nel rispetto della disciplina comunitaria*" (la quale pone un limite del 15% alla partecipazione delle banche in una impresa non finanziaria e un limite del 60% all'insieme delle partecipazioni non finanziarie).

Sul piano più generale il recepimento, con le delibere del CICR n. 276/2008 e 277/2008 e poi con legge n. 2/2009, delle di-

[27] Cfr. BAZZERIA – TAVERNA, *L'erogazione del credito per il risanamento dell'impresa in crisi: la valutazione delle banche nella concessione di nuova finanza e gli* amendements *agli accordi già sottoscritti*, relazione al Seminario cit.

rettive, ha segnato la fine della storica separazione tra banche ed imprese[28].

Sul piano specifico disposizioni e cautele particolari sono dettate da Bankitalia per la partecipazione temporanea al capitale di imprese in crisi. E' questo un ulteriore esempio:

a) del *favor* manifestato per il sostegno delle banche alle imprese in difficoltà;

b) del ruolo egemonico assegnato, dal legislatore ma anche dal CICR, alla Banca d'Italia nella regolazione delle partecipazioni "non finanziarie" delle banche, anche prevedendo deroghe temporanee ai limiti ordinari di partecipazione al capitale nel caso di imprese in crisi, ove ciò sia indispensabile a controllare "dall'interno" il dispiegarsi dei processi di risanamento.

Sandro Amorosino
Ordinario di Diritto dell'Economia
nell'Università 'La Sapienza' di Roma

[28] Cfr. AMOROSINO, *La fine della storica separazione tra banche ed imprese* in *Diritto & economia. Intersezioni e modelli*, Napoli 2009.

LE POLITICHE DI REMUNERAZIONE NELLE IMPRESE FINANZIARIE (DAL CONTESTO INTERNAZIONALE ALLE NUOVE REGOLE EUROPEE)

ABSTRACT: *In the latest years great attention has been paid to analyse the compensation policies and practices of financial institutions, in the awareness that perverse incentive mechanisms have greatly contributed to the gravity and scale of the recent financial crisis. Many international fora – such as the Financial Stability Board, the European Commission, the Basel Committee – have undertaken actions in order to promote sound compensation practices among financial companies, reduce incentives toward excessive risk-taking, preserve the stability of the overall financial system. This work tries to shed some light on the international regulatory process on compensation, from the pre-crisis initiatives to the newly issued European directive introducing binding provisions. This process is not yet concluded and many challenging issues have to be faced.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il quadro regolamentare precedente la crisi. – 3. La disciplina italiana in materia di corporate governance e remunerazioni. – 4. Le risposte alla crisi, una nuova prospettiva. Il Financial Stability Board – 4.1 (Segue) La Committee on European Banking Supervision. – 4.2 (Segue) La Commissione europea. – 4.3 Le regole comuni sul tema dei compensi. – 4.4 (Segue) Il processo di implementazione a livello nazionale. – 4.5 (Segue) In particolare: l'Italia. – 5. La nuova disciplina europea sulle remunerazioni nelle organizzazioni bancarie. La Capital requirement directive. – 5.1 (Segue) Le linee guida del CEBS, iunovazioni e problematiche applicative. – 6. Conclusioni.

1. La direttiva n. 2010/76/UE (di seguito *Capital Requirement Directive* III - CRD III) nel definire le regole prudenziali e i requisiti di capitale per le banche e gli enti creditizi operanti in ambito europeo, introduce nuove e puntuali regole sul tema delle politiche di remunerazione all'interno delle imprese finanziarie.

Il quadro regolamentare da essa delineato rende di fatto vincolante una disciplina sino ad ora basata su principi e *standard* emanati dai più autorevoli organismi internazionali e seguiti, con

più o meno prontezza, da numerosi Stati membri. Tra gli Stati che hanno maggiormente aderito ai nuovi *standard* possiamo senza dubbio annoverare l'Italia che – come vedremo in seguito –, anticipando le mosse del legislatore europeo, già nel 2008 aveva introdotto una serie articolata di norme sul tema dei compensi nelle organizzazioni bancarie. Le disposizioni della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche [1], infatti, delineavano un quadro disciplinare piuttosto articolato finalizzato a dotare le imprese bancarie di sistemi incentivanti coerenti con i principi di sana e prudente gestione, nonché ad individuare precisi livelli di responsabilità fra i diversi organi coinvolti nella gestione aziendale.

L'attenzione posta dai *regulators* mondiali, ivi compreso quello europeo, alla tematica dei compensi è giustificata da una serie di motivi, primo fra tutti l'importante ruolo che politiche di remunerazione distorte hanno giocato nell'insorgere – ed aggravarsi – della crisi economica globale degli ultimi anni [2]. E' ormai

---

[1] Sul sito www.bancaditlia.it. Le disposizioni della Banca d'Italia, a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della CRD 111, saranno oggetto di revisione per l'adeguamento ad alcuni dei principi più di maggior dettaglio non presenti nell'attuale disciplina. Come si vedrà meglio in seguito il 22 gennaio u.s. si è chiusa la consultazione sulle "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione"; sulla base degli esiti della consultazione verrà emanato un documento finale, la cui disciplina andrà ad abrogare il paragrafo 4 delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" del marzo 2008 (cfr. *infra*); il paragrafo 7 della Nota di chiarimenti del febbraio 2009 (cfr. *infra*); la comunicazione sui "Sistemi di remunerazione e incentivazione" (cfr. *infra*). Tali documenti sono reperibili su http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/gov_soc_ba

[2] E' possibile ritrovare quanto appena affermato nelle premesse di numerosi documenti internazionali che disciplinano il tema dei compensi, secondo approcci diversi ma guidati dal perseguimento dei medesimi obiettivi di stabilità del sistema. Si vedano in particolare due documenti, oggetto di specifici approfondimenti nel prosieguo della trattazione, che rappresentano la base della disciplina internazionale sul tema delle remunerazioni: gli *High Level Principles* emanati dal CEBS (*Committee of European Banking Supervision*, dal 1° gennaio 2011 *European Banking Authority*, EBA) e i *Principles for sound com-*

fatto universalmente riconosciuto che la diffusa presenza di sistemi incentivanti che prevedevano *bonus* slegati da obiettivi di lungo periodo abbia stimolato l'assunzione di un livello di rischi non compatibile con le capacità proprie delle imprese finanziarie, ponendo in serio pericolo la stabilità complessiva dell'intero mercato.

La disciplina dei compensi, in particolar modo nelle organizzazioni bancarie, è dunque una problematica molto complessa, su cui la crisi ha acceso i riflettori e che rileva sotto due prospettive differenti fra loro. Da un lato le remunerazioni nelle imprese finanziarie – anche per i motivi appena accennati – sono divenute oggetto di un rinnovato interesse da parte delle autorità di vigilanza, alla luce delle potenziali conseguenze sistemiche che, come già detto, meccanismi premianti non conformi alle logiche di sana e prudente gestione operativa e dei rischi comportano; dall'altro, quello dei compensi – in particolar modo delle figure apicali delle imprese, ritenute responsabili delle profonde turbolenze attraversate nel corso di questi anni dai sistemi economici globali – è un argomento che attira su di sé grande attenzione mediatica, soprattutto poiché connesso ad un tema di estrema rilevanza sociale, quale quello del denaro.

Ulteriori motivazioni sono rinvenibili nelle differenze esistenti fra gli ordinamenti dei diversi Stati membri; in assenza di una direttiva in grado di assicurare un adeguato livello di omogeneità fra gli appartenenti alla Comunità europea, era infatti de-

---

pensation practices e gli *Implementing Standards* emanati dal *Financial Stability Board* (all'epoca *Financial Stability Forum*).

mandata all'iniziativa di ciascun ordinamento nazionale l'adozione di regole più o meno stringenti sul tema dei compensi nelle banche[3]. L'esigenza di assicurare il *level playing field* si è rafforzata quando gli effetti negativi derivanti dai meccanismi incentivanti distorti di alcuni intermediari si sono ripercossi sull'intero sistema bancario (e, dunque, anche sui soggetti che, al contrario, si erano dotati di sistemi premianti ben delineati).

Il legislatore europeo, per il tramite della CRD III, ha dunque voluto compiere un ulteriore passo sul percorso disegnato per porre rimedio ai "recenti eventi patologici (che) evidenziano l'esigenza di più stringenti regole prudenziali a sostegno della stabilità delle banche, nonché di verifiche che consentano di contenere il rischio di liquidità"[4], ponendo così un freno al proliferare di forme operative rischiose, che alimentano le incertezze e le tensioni caratterizzanti al presente i mercati finanziari.

Sono indubbi i grandi sforzi che la comunità internazionale deve realizzare per assicurare l'applicazione di regole uguali sul piano dei contenuti e dell'azione di vigilanza. Di fatto "lo slancio che la cooperazione internazionale ha avuto nel concepire e nel disegnare nuove regole per la finanza del mondo deve tradursi in

---

[3] Nel giugno 2010 il CEBS ha pubblicato il *Report on national implementation of CEBS High-level principles for Remuneration Policies*; questo – sulla base delle risposte fornite dagli Stati membri ad un questionario appositamente realizzato – delinea lo stato dell'arte nell'implementazione dei *CEBS High Level Principles on Remuneration*, emanati dallo stesso organismo l'anno precedente. Il report, indipendentemente dall'attenzione posta sull'effettiva applicazione dei principi CEBS, è in grado di evidenziare le differenze esistenti non solo nella disciplina delle remunerazioni, ma anche nei modelli organizzativi delle imprese finanziarie che ne influenzano la struttura. Dei principi CEBS e del Report si parlerà più approfonditamente in seguito.

[4] Così, CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione*, in "Rivista Trimestrale di diritto dell'economia", n.1/2010, p.10, reperibile all'indirizzo http://www.fondazionecapriglione.luiss.it/2010_01_RTDE.pdf.

una loro attuazione rigorosa a livello nazionale, armonizzata sul piano internazionale: dalla crisi non si esce con il protezionismo, tanto meno con quello finanziario"[5]. Tuttavia, sebbene la strada per rendere omogeneo l'insieme di regole che disciplinano la materia sia ancora incerta, sono chiari gli intenti dichiarati dalla linea di azione assunta, ricollegabili da un lato alla volontà di rimediare e prevenire i recenti e futuri fallimenti del mercato; dall'altro alla necessità di eliminare i possibili spazi regolamentari in grado di favorire comportamenti opportunistici da parte di coloro che gestiscono e guidano la finanza mondiale.

Nel prosieguo della trattazione si cercherà di dar conto delle più significative discipline che, nel corso del tempo e secondo approcci differenti, hanno toccato il tema dei compensi esplicando i propri effetti (anche e principalmente) sulle imprese bancarie e finanziarie europee.

2. Le politiche di remunerazione di un qualsivoglia intermediario rappresentano uno dei tasselli fondamentali nella scelta e definizione di meccanismi di governo societario coerenti con la sana e prudente gestione dell'impresa vigilata. Come sappiamo, la *corporate governance* delle istituzioni finanziarie, in particolare di grandi dimensioni, risulta essere un tema di grande importanza se si pensa non solo agli interessi imprenditoriali propri dell'attività posta in essere (improntata, come in ogni altra impresa, alla logica del profitto e della redditività), ma anche – e so-

[5] Così DRAGHI, *Relazione* tenuta nella «Giornata mondiale del risparmio». Roma, 29 ottobre 2009, pubbl. sul sito www.bancaditalia.it.

prattutto – ai numerosi altri interessi pubblici coinvolti [6]. In virtù di questa duplice considerazione, è indubbio che modelli ottimali di governo societario devono essere in grado di allineare gli interessi dei *manager* con quelli degli azionisti e, da ultimo, con quelli più generali dell'intero mercato.

Proprio ponendosi sotto tale prospettiva, il tema dei compensi assume primario rilievo per assicurare un adeguato raccordo fra le necessità e gli obiettivi dei differenti *stakeholders* coinvolti dalla gestione aziendale. Ciò è tanto più vero quanto più vero è l'assunto secondo cui le politiche di remunerazione rappresentano, anche sotto un profilo puramente strategico-operativo, un fattore competitivo di primaria importanza per attrarre e trattenere all'interno dell'impresa bancaria risorse qualificate.

Anche per questo motivo, già prima della crisi, il tema dei compensi era comunque noto e, sebbene secondo un'ottica non ancora compiuta, disciplinato dai diversi organismi internazionali ed europei. Alcune delle regole cui si farà riferimento nel prossimo paragrafo erano pensate per la totalità delle imprese, finanziarie e non; queste si applicano dunque agli enti bancari per induzione rispetto alla disciplina generale delineata per tutti i soggetti della e le altre. Altre, invece, sono state espressamente disegnate avendo riguardo alle caratteristiche proprie delle imprese finan-

[6] A questo proposito, nelle *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* della Banca d'Italia del marzo 2008 è riconosciuto il fatto che efficaci assetti organizzativi e di governo societario assumono per le banche particolare rilievo "in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento. Gli assetti organizzativi e di governo societario delle banche, oltre a rispondere agli interessi dell'impresa, devono assicurare condizioni di sana e prudente gestione, obiettivo essenziale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza".

ziarie e, in particolare, per le banche e i gruppi bancari di maggiori dimensioni. In seguito alla crisi, tali norme – riviste ed ampliate – sono state estese all'intero mondo bancario e alle imprese di investimento.

A) Fra le discipline emanate prima della crisi finanziaria, che ormai da qualche anno ha colpito i sistemi finanziari globali, si pensi alla raccomandazione della Commissione europea del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regime adeguato per le remunerazioni degli amministratori delle società quotate [7].

Questa, riconoscendo l'importanza di garantire adeguata autonomia a ciascuno Stato membro nella definizione di regole che fossero in grado di riflettere le diversità nei sistemi di governo societario propri di ciascuno, individuava nelle politiche remunerative una delle aree operative dell'impresa all'interno della quale potessero insorgere situazioni di conflitto di interesse (in particolare degli amministratori con incarichi esecutivi); conflitti di interesse che andavano dunque gestiti per tenere "in debito conto gli interessi degli azionisti". In queste premesse, la raccomandazione in parola individuava le informazioni "esatte e tempestive" che gli emittenti operanti nel territorio europeo dovevano fornire, sia all'assemblea dei soci che al mercato, al fine di

[7] E' questa la Raccomandazione 2004/913/CE, la quale – nei suoi consideranda (n. 2) – afferma, a conferma di quanto detto in precedenza, che "la forma, la struttura e il livello di remunerazione degli amministratori sono materia di competenza delle società e dei loro azionisti. Tali elementi dovrebbero facilitare l'assunzione e la permanenza di amministratori che abbiano le qualità richieste per dirigere una società" (cons. n. 2). Ad essa si aggiunge la Raccomandazione n. 2005/162/CE del 15 novembre 2005 che – nel definire ruoli e competenze degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate, nonchè sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza – sollecita l'istituzione di un comitato per le remunerazioni, composto possibilmente da soli da amministratori non esecutivi o da membri del consiglio di sorveglianza (in maggioranza indipendenti).

promuovere la fiducia degli investitori e sostenere un sano governo societario delle imprese in tutta la Comunità. Rimandando al testo della raccomandazione per l'analisi più dettagliata delle disposizioni in essa contenute [8], è importante notare come le indicazioni della Commissione europea si focalizzassero, all'epoca, sulla sola *trasparenza* delle politiche di remunerazione delle società quotate, cui veniva dunque riconosciuto il ruolo da protagonista nel garantirne la bontà e la corretta applicazione.

B) Allo stesso anno risalgono i *Principi di governo societario* emanati dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (di seguito OCSE), che definivano "norme e buone pratiche" in tema di remunerazioni, nonchè gli orientamenti ritenuti più corretti per la loro effettiva attuazione [9]. I principi OCSE, ovviamente non vincolanti, si ponevano come obiettivo primario quello di delineare modelli ottimali per la gestione dei "problemi di *governance* che deriva(va)no in primo luogo dalla separazione tra proprietà e controllo del capitale" [10]. Declinazione del princi-

---

[8] In questa sede, basta indicare le principali previsioni definite dalla raccomandazione 2004/913, le quali richiedono che: 1) vengano fornite al pubblico informazioni adeguate circa l'iter decisionale, la struttura, le componenti e i parametri dei compensi erogati agli amministratori; 2) la politica di remunerazione sia sottoposta al vaglio dell'assemblea dei soci; 3) gli azionisti vengano adeguatamente informati sia in fase di elaborazione dei sistemi dei compensi che di implementazione degli stessi; 4) vangano sottoposte ad approvazione dell'assemblea dei soci i piani incentivanti basati su strumenti finanziari.

[9] Come sottolineato nella premessa ai principi, questi "sono volti a sostenere i governi dei Paesi membri e non membri dell'OCSE nei loro sforzi di valutazione e di miglioramento dell'assetto giuridico, istituzionale e regolamentare per il governo societario nei propri paesi e a offrire un orientamento e dei suggerimenti per le borse, gli investitori, le società e altri parti che svolgono un ruolo nel processo di sviluppo del buon governo societario. I Principi si rivolgono in modo particolare alle società, finanziarie e non finanziarie, che raccolgono capitali presso il pubblico. Tuttavia, nella misura in cui tali principi sono applicabili, essi possono essere uno strumento utile per migliorare il governo societario anche nelle società non quotate, per esempio nelle società a base azionaria ristretta e in quelle di proprietà dello Stato".

[10] Questi sono da intendersi non solo come i problemi connessi al rapporto intercorrente fra dirigenti e azionisti, ma anche a quello che lega gli azionisti di maggioranza e di mi-

pio generale secondo cui "gli azionisti dovrebbero essere in grado di partecipare in modo effettivo e di votare nelle assemblee generali degli azionisti e dovrebbero essere informati del regolamento di tali assemblee, comprese le procedure di voto" è quello in forza del quale gli *shareholders* avrebbero dovuto avere la possibilità di esprimere la loro opinione sulla politica di remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione e dei principali dirigenti ed approvare la componente azionaria dei sistemi di compenso [11].

La *ratio* di quest'ultimo principio è chiara e rimane tutt'oggi valida: piani di incentivazione basati su strumenti finanziari che legano la remunerazione al capitale d'impresa potrebbero provocare una "diluizione del capitale sociale e incidere fortemente sugli incentivi manageriali" e, dunque, richiedono necessariamente opportune valutazioni da parte delle persone direttamente interessate da queste eventualità, vale a dire i soci.

In linea con quanto detto dalla Commissione europea, la definizione delle politiche di remunerazione complessive dell'impresa era inoltre vista come uno dei potenziali fattori propulsori di pericolosi conflitti di interesse; per questo motivo, era fatta esplicita menzione dell'opportunità di affidare a organi interni diversi dai consiglieri di amministrazione esecutivi l'importo delle remunerazioni da corrispondere ai consiglieri tutti. Di grande importanza appare il principio in base al quale il

---

noranza e, ancor più in generale, tutti gli attori coinvolti nel governo societario di un'impresa, estremamente variegati nei diversi Paesi membri dell'Organizzazione.

[11] Gli azionisti devono inoltre essere portati a conoscenza "dello specifico rapporto fra remunerazioni e risultati dell'impresa".

CdA era chiamato a svolgere alcune funzioni fondamentali, tra cui "allineare le remunerazioni dei principali dirigenti e del consiglio di amministrazione con gli interessi di lungo periodo della società e dei suoi azionisti". Questa tematica rappresenta oggi uno dei punti nevralgici da cui prende le mosse qualsivoglia disciplina relativa ai compensi nelle imprese finanziarie.

A queste considerazioni, l'OCSE ne aggiunge altre riguardanti gli obblighi di pronta e corretta *disclosure* circa i piani incentivanti adottati; la responsabilità del rispetto di detti obblighi era assegnata al CdA.

E' importante dire che, a distanza di qualche anno, i principi emanati dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico rappresentano tuttora uno strumento ottimale per valutare l'esistenza di *best practices* fra i diversi paesi aderenti, ovviamente con riferimento al periodo storico in cui le valutazioni su cui essi si basano sono state effettuate.

C) Con particolare riguardo al settore bancario, è bene fare infine menzione di un altro *set* di importanti raccomandazioni che – nel quadro di etero-regolamentazione precedente la crisi – provengono da un autorevole organismo internazionale, quale il comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (*Basel Committee for Banking Supervision*, BCBS). I principi da questo emanati erano racchiusi nel documento sul *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie* [12], che muoveva da una fondamentale riflessione: "in considerazione dell'importante ruolo di intermediazione svolto dalle banche all'interno dell'economia,

[12] Emanato nel 2006 e reperibile sul sito http://www.bis.org/publ/bcbs122it.pdf.

della loro elevata sensibilità alle difficoltà potenzialmente derivanti da un governo societario inefficace e infine della necessità di salvaguardare i fondi dei depositanti, il governo societario (o *governance*) delle organizzazioni bancarie presenta una rilevanza notevole per il sistema finanziario internazionale, giustificando l'elaborazione di direttive prudenziali mirate" [13].

Per questi motivi il Comitato di Basilea ha ritenuto opportuno rivedere, nel 2006, le linee guida emanate nel 1999 per assistere le autorità di vigilanza bancaria dei diversi Paesi nella promozione e adozione di corrette prassi di *corporate governance*; nel fare ciò ha definito nuove regole prudenziali per il governo delle organizzazioni bancarie. In particolare, il principio n. 6 stabiliva che il consiglio di amministrazione dovesse assicurare politiche e prassi retributive coerenti con la cultura, gli obiettivi e la strategia a lungo termine, nonché con il sistema di controlli interni della banca. Il Comitato individuava poi una serie di previsioni più specifiche per la corretta applicazione di detto principio, che riguardano principalmente il CdA stesso e, fra le altre cose, la corretta gestione dei conflitti di interesse.

Abbiamo dunque visto, sino a questo momento, come il tema delle politiche di remunerazione non fosse completamente

[13] Più nello specifico, come è possibile evincere chiaramente dal documento del Comitato di Basilea, "in ambito bancario il governo societario concerne le modalità con cui il consiglio di amministrazione e l'alta direzione conducono l'attività e gli affari della banca e influisce sul modo in cui essi: 1) fissano gli obiettivi aziendali; 2) gestiscono l'operatività giornaliera della banca; 3) adempiono all'obbligo di rendere conto agli azionisti e tengono in considerazione il punto di vista delle altre parti interessate accertate; 4) conformano le attività e la condotta aziendali all'aspettativa che la banca operi in modo sano e prudente, nell'osservanza delle leggi e dei regolamenti applicabili; 5) tutelano gli interessi dei depositanti. Alla luce di questi macro-obiettivi devono essere valutate anche le regole sulle politiche di remunerazione che le banche sono chiamate a rispettare.

sconosciuto all'attenzione dei regolatori e degli organismi internazionali chiamati a preservare la stabilità complessiva del sistema finanziario. Tuttavia è bene osservare come – a differenza degli interventi disciplinari che hanno caratterizzato gli ultimi anni (in particolare successivi alla crisi finanziaria, il cui inizio è comunemente individuato nel 2007) – il *focus* vertesse su aspetti che precisavano i responsabili della definizione dei sistemi incentivanti delle società, imponevano specifici (ma ancora poco sviluppati) obblighi di informativa al pubblico, chiedevano un adeguato coinvolgimento dell'assemblea dei soci.

Un'attenta lettura delle regole che seguono consente di individuare facilmente i punti differenziali rispetto a quanto visto sino ad ora: le nuove norme intervengono non soltanto a regolare il processo decisionale e l'informativa delle politiche retributive adottate dalle banche, ma anche – e soprattutto – sul processo di *formazione* delle politiche stesse. Con ciò vuole farsi riferimento alle disposizioni che, come avremo modo di vedere a breve, intervengono direttamente sulla struttura dei compensi (oltre che sui principi di sana e prudente gestione che ne guidano la realizzazione) e delineano le regole da seguire per la corretta quantificazione e allocazione della componente variabile della remunerazione; quest'ultima è ritenuta infatti la parte di compenso che porta con sé i maggiori rischi di destabilizzazione del sistema retributivo complessivo e, conseguentemente, della situazione finanziaria dell'impresa bancaria considerata nel suo complesso.

Nel prosieguo della trattazione verranno analizzate le regole che sino ad oggi sono intervenute per disciplinare la materia

delle remunerazioni dopo la crisi finanziaria degli ultimi anni; il criterio utilizzato per detta analisi sarà prevalentemente temporale. Laddove possibile si cercherà di mettere in evidenza i punti di contatto fra le diverse discipline, senza entrare nel dettaglio di ciascuna di esse. Prima di procedere, però, ci si vuole porre in un'ottica intermedia fra la vecchia e la nuova disciplina, analizzando gli interventi regolamentari osservabili in Italia fra il 2008 e il 2009, prima che gli organismi internazionali e il legislatore comunitario innovassero il quadro regolamentare sul tema dei compensi.

3. Come già anticipato in premessa, l'Italia si colloca senza alcun dubbio fra i primi paesi ad essersi mosso prontamente nella disciplina delle politiche di remunerazione delle organizzazioni bancarie. Già nel 2008, infatti, l'Autorità di vigilanza è intervenuta con le *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* (di seguito le Disposizioni), volte a fornire alle banche e ai gruppi bancari un utile strumento per la definizione di efficaci assetti di amministrazione e controllo. Come affermato nella premessa del documento in parola, l'intervento normativo pensato dall'autorità di vigilanza "trae origine dalle novità introdotte dalla riforma del diritto societario" e "tiene conto delle più recenti evoluzioni del quadro normativo in materia di *corporate governance* e assetti organizzativi, riconducibili all'attuazione della legge per la tutela del risparmio e del recepimento della nuova disciplina prudenziale per le banche, nonché dei principi e delle linee guida elaborate in materia a livello nazionale ed internazionale".

Le Disposizioni della Banca d'Italia muovono dunque dal contesto normativo nazionale, ma anche dalle considerazioni svolte sul tema dei compensi sia a livello internazionale (sulla base di quanto visto in precedenza) sia sul piano dell'autoregolamenta-zione; quest'ultima è in grado di dare evidenza delle esperienze applicative maturate nel settore bancario italiano, desumibili anche dal *Codice di autodisciplina delle società quotate* emanato nel 2006 dal Comitato per la *corporate governance* di Borsa Italiana [14] e successivamente rivisto per tenere in considerazione gli sviluppi normativi sul tema delle remunerazioni. Il Comitato, riunitosi nuovamente nel marzo del 2010, ha, infatti, approvato il nuovo testo dell'articolo 7 del Codice, che definisce le finalità e la struttura dei compensi degli amministratori (distinguendo fra quelli esecutivi e non esecutivi e i dirigenti con responsabilità strategiche) e specifica le funzioni proprie del comitato per le remunerazioni[15]; le regole del Codice di autodi-

[14] In linea con le indicazioni rivenienti dalle raccomandazioni della Commissione europea, il Codice di autodisciplina di Borsa Italiana individua le regole specifiche che le società quotate devono rispettare con riferimento ai propri assetti organizzativi e di governo dell'impresa. A questo scopo il Comitato per la *corporate governance*, costituito l'anno precedente e fortemente rappresentativo dell'imprenditoria italiana e dei partecipanti ai mercati, è stato investito del dovere di rielaborare i principi di buona *governance* già codificati nel precedente Codice di autodisciplina del 1999 (e rivisto nel 2002); nel fare ciò doveva tenere in debita considerazione "le linee evolutive della *best practice (*nonché) il mutato quadro normativo a livello nazionale, comunitario ed internazionale", avvalendosi dell'aiuto di un collegio di esperti rappresentativi delle Associazioni di categoria e di Borsa Italiana.

[15] In particolare, il nuovo articolo 7 (come riassunto nel documento di accompagnamento al Codice che sintetizza le novità introdotte, reperibile anch'esso nella sezione del sito www.borsaitaliana.it dedicata alla *corporate governance*): i) raccomanda ai consigli di amministrazione delle società quotate di definire, su proposta del comitato per la remunerazione, una politica generale per la remunerazione degli amministratori esecutivi, degli altri amministratori investiti di particolari cariche e dei dirigenti con responsabilità strategiche, riferendo con cadenza annuale all'assemblea dei soci; ii) fornisce indicazioni sul contenuto della politica generale di cui sopra, con particolare riferimento alle modalità di determinazione e alla tempistica di erogazione delle componenti variabili di remunerazione, alle indennità previste per la cessazione dell'incarico, alle principali caratteristiche

sciplina si applicano alle imprese quotate e, dunque, con specifico riguardo al settore finanziario, alle sole banche e gruppi bancari con azioni ammesse alla negoziazione sulla Borsa italiana.

La disciplina che segue, come anche quella delle Disposizioni del marzo 2008, si applica ad un novero più ampio di soggetti e tiene in considerazione le caratteristiche proprie di ciascun intermediario (in termini organizzativi, dimensionali, operativi, etc.). Queste ultime, in particolare, – all'interno della disciplina generale per gli assetti organizzativi delle imprese bancarie – lasciano spazio alla regolamentazione delle remunerazioni, secondo la comune impostazione che differenzia fra i *principi generali,* che ne guidano la definizione, e le *linee applicative*, per la loro corretta implementazione. I primi riconoscono il ruolo fondamentale che adeguati meccanismi di remunerazione ed incentivazione giocano nel favorire "la competitività e il governo delle imprese bancarie", essendo questi il mezzo per "attrarre e mantenere nell'azienda soggetti aventi professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa". Ciò premesso, è fatta salva la ovvia necessità che tali meccanismi non siano in contrasto con le politiche di sana e prudente gestione, corretto trattamento dei rischi e strategie di lungo periodo della banca.

A livello applicativo, le Disposizioni richiedono a tutte le banche e gruppi bancari di sottoporre all'approvazione dell'assemblea ordinaria (chiamata anche a stabilire i compensi degli organi societari da essa nominati e per particolari cariche

dei piani di remunerazione basati su azioni; iii) ridefinisce le funzioni, i requisiti e le modalità di funzionamento del comitato per la remunerazione allineandoli alle novità di derivazione comunitaria.

ricoperte dai componenti del consiglio di sorveglianza [16]: i) le politiche di remunerazione a favore dei consiglieri di amministrazione e di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato; ii) i piani basati su strumenti finanziari (es. *stock option*)[17]. In particolare, l'assemblea dovrà avere primario riguardo alla coerenza delle politiche e dei piani di remunerazione con gli obiettivi di prudente gestione del rischio e con le strategie di lungo periodo; a tal fine, è chiamata a valutare anche i meccanismi per il corretto bilanciamento tra le componenti fisse e quelle variabili della remunerazione e, con riguardo alle seconde, sistemi di ponderazione per il rischio e meccanismi volti ad assicurare il collegamento del compenso con risultati effettivi e duraturi.

E' dunque chiara la volontà dell'autorità di vigilanza, che ravvede nell'assemblea dei soci uno dei presidi per dotare l'organizzazione bancaria di adeguate politiche retributive, in particolare con riferimento ai soggetti che realizzano le scelte e attuano le decisioni riguardanti la normale operatività bancaria. Più avanti vedremo che, sul piano internazionale, il ruolo ascritto all'assemblea dei soci non è sempre di così grande rilievo; il motivo di ciò è forse rinvenibile nelle diversità osservabili fra i diversi paesi (europei), in cui l'assemblea assolve a funzioni diffe-

[16] Cfr. nota n. 29 delle disposizioni in parola, che fanno in questo caso riferimento – ad esempio – ai responsabili delle funzioni di revisione interna, conformità, gestione dei rischi.

[17] Le forme basate su strumenti finanziaria dovranno essere parametrate al rischio assunto e strutturate in modo da evitare conflitti di interesse. Il perchè l'organo di vigilanza le sottoponga all'approvazione dell'assemblea dei soci è stato già analizzato in precedenza (vd. *infra*).

renti ed è rappresentativa di una base sociale estremamente eterogenea [18].

Ad ogni modo, passi in avanti sono stati registrati proprio con la CRD III e le susseguenti linee guida emanate dal CEBS; in particolare queste ultime assegnano la possibilità a ciascuno Stato membro di sottoporre all'approvazione dei soci la politica di remunerazione complessiva dell'impresa e, laddove appropriato, i compensi per gli amministratori esecutivi o i consiglieri di gestione[19]. Nonostante quanto appena detto sia chiaramente una facoltà, dalla consultazione sulle *guidelines* del CEBS emergono le perplessità di alcuni paesi che lamentano l'eccessiva rigidità connessa con il coinvolgimento dei soci nell'approvazione della politica retributiva dell'impresa; l'Autorità europea è intervenuta su questo aspetto, ribadendo il fatto che sottoporre al vaglio dell'assemblea i meccanismi retributivi decisi ai livelli di vertice è una scelta esclusiva della singola banca, che dovrà guardare alle caratteristiche del proprio sistema di amministrazione e controllo[20].

In questa sede, è solo possibile interrogarsi sull'effettiva capacità di una molteplicità di soci di approvare, sulla base di solide facoltà cognitive sul tema delle remunerazioni e un'effettiva conoscenza di ciò che è il bene dell'impresa considerata nel suo complesso, la politica retributiva generale della banca o del grup-

---

[18] Sull'approvazione delle politiche di remunerazione fra i diversi Stati membri dell'Unione europea cfr. anche *CEBS Report on national implementation of CEBS High-level principles for remuneration policies*, giugno 2010, p. 11, par. 35 e 36.

[19] Cfr. *CEBS Guidelines on remuneration policies and practices*, p. 30, par. 48.

[20] Cfr. *CEBS Feedback to the public consultation on CEBS's Guidelines on Remuneration Policies and Practices (CP42)*, 10 dicembre 2010, p. 14.

po bancario. Il principale, possibile rischio è che lo scarso attivismo dei soci e la forte rappresentanza di alcuni gruppi di essi renda inefficace una norma pensata nel presupposto di un effettivo coinvolgimento di tutta la compagine sociale.

Oltre a quanto appena rappresentato per la totalità delle banche le Disposizioni prevedono uno speciale regime per le "realtà aziendali più complesse", le quali – all'interno dell'organo che stabilisce i compensi dei singoli consiglieri di amministrazione e di gestione – devono costituire un comitato per le remunerazioni; questo deve essere "composto in maggioranza da soggetti indipendenti" ed è investito di "compiti consultivi e di proposta in materia di compensi degli esponenti aziendali nonché di compiti consultivi in materia di determinazione dei criteri per la remunerazione del management della banca". Infine, le disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche stabiliscono il regime retributivo per i soggetti coinvolti nel controllo dell'impresa e per i consiglieri non esecutivi [21].

In vista della scadenza per il recepimento dell'insieme di regole delineate dall'autorità di vigilanza, che era fissato a giugno del 2009, la Banca d'Italia è nuovamente intervenuta per

[21] Gli organi di controllo non possono essere retribuiti con strumenti finanziari e bonus collegati ai risultati economici dell'impresa, in ragione dei potenziali conflitti di interesse che per tal via potrebbero insorgere; stesse cautele devono essere adottate con riferimento ai consiglieri non esecutivi, per i quali "andranno di norma evitati meccanismi di incentivazione", vale a dire compensi variabili in funzione delle performance della banca. Inoltre, è stabilito che i compensi dei responsabili delle funzioni di controllo interno (così come del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari) devono essere adeguati "alle significative responsabilità e all'impegno connessi al ruolo", coerenti con i compiti svolti e – anche in questo caso – slegati dai risultati economici "salvo valide e comprovate ragioni".

"fornire chiarimenti e precisazioni di carattere operativo" volte ad agevolare la corretta applicazione della normativa risalente all'anno precedente. Le posizioni espresse nel documento, emanato a febbraio del 2009 prima che le assemblee dei soci – espressamente coinvolte nelle nuove Disposizioni – si riunissero, sono il frutto del dibattito emerso fra l'autorità di settore e il sistema bancario, "che ha formulato quesiti in merito all'attuazione della normativa". In particolare, le aree oggetto di confronto sono state: i) i tempi e le modalità per il recepimento delle disposizioni; ii) la via per assicurare l'adeguata partecipazione dei soci all'assemblea e l'effettiva rappresentanza della base sociale negli organi aziendali; iii) l'ambito di applicazione delle Disposizioni (con specifico riferimento alle componenti estere di un gruppo bancario); iv) il ruolo dell'assemblea nell'approvazione del progetto di governo societario, i tempi per la sua redazione nonché i contenuti del progetto di gruppo; v) la composizione degli organi sociali con particolare riguardo ai requisiti di professionalità, indipendenza ed esecutività; vi) il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione e la possibilità che esso presieda anche il comitato esecutivo; vii) l'informativa da rendere sui meccanismi di remunerazione e incentivazione; viii) la corretta declinazione del criterio di proporzionalità.

Con specifico riguardo ai chiarimenti forniti in merito alle politiche di remunerazione (punto sub vii), le disposizioni del febbraio 2009 rendono esplicito il contenuto dell'informativa *ex ante* ed *ex post* da rendere all'assemblea dei soci al fine di "accrescere il grado di consapevolezza e il monitoraggio degli azio-

nisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi" del sistema prescelto. L'assemblea, ancora una volta, è dunque il centro delle considerazioni espresse dall'autorità di vigilanza italiana che, come già detto, assegna ad essa un ruolo fondamentale nella definizione di adeguati meccanismi di remunerazione ed incentivazione.

4. Vediamo ora i progressi compiuti a livello europeo ed internazionale sul tema dei compensi, nel periodo immediatamente successivo al dilagare della crisi finanziaria.

Nel nuovo scenario delineato dalla crisi finanziaria del 2007, il *Financial Stability Forum* (ad oggi e di seguito *Financial Stability Board* - FSB) è stato fra i primi organismi internazionali a prendere atto della necessità di dare forma a principi generali, ma comuni, sui quali fondare le pratiche di remunerazione a livello globale. Detto *Board* – partendo dalla consapevolezza che i problemi connessi a politiche di remunerazione inappropriate fossero tanto più rilevanti quanto più grandi (soprattutto in termini dimensionali) erano le imprese finanziarie che le ponevano in essere – nell'aprile del 2009 ha emanato i *Principles for sound compensation practies* che, da un lato, hanno definito un insieme di principi volti ad evitare che i sistemi di remunerazione rappresentassero un incentivo all'assunzione eccessiva di rischi; dall'altro, hanno circoscritto il proprio campo di intervento alle cd. *systemically important financial institutions* (SIFIs), vale a dire le imprese finanziarie la cui operatività (e, dunque, eccessiva

assunzione dei rischi) può avere conseguenze di rilevanza sistemica [22].

Le linee guida emanate dal FSB si fondano su alcuni capisaldi che muovono dalle considerazioni poc'anzi viste [23]. In generale, come è possibile desumere dagli intenti dichiarati dall'FSB stesso, "*the FSF Principles for Sound Compensation Practices aim to ensure effective governance of compensation, alignment of compensation with prudent risk taking and effective supervisory oversight and stakeholder engagement in compensation*".

Più nello specifico, i principi sanciti investono direttamente alcuni aspetti della vita organizzativa e operativa delle imprese finanziarie (e.g. ruoli e responsabilità delle diverse funzioni interne, struttura delle remunerazioni ed allineamento con i rischi assunti), nonché l'attività che le autorità di vigilanza devono realizzare al fine di assicurare la conformità ai principi dell'FSB, stante il fatto che "*the benefits of sound compensation practices will be achieved only if there is determined and coordinated ac-*

[22] Il tema delle *systemically important financial institutions* é attualmente oggetto di un ampio dibattito a livello internazionale, volto in primo luogo a definire le ulteriori e più stringenti regole cui sottoporre tutte quelle istituzioni finanziarie caratterizzate dal noto principio del *too-big to fail*. Proprio in questo ambito, l'FSB ha di recente delineato un nuovo *framework* regolamentare, accolto a Soeul dai leader del G20 nel novembre dello scorso anno, volto a ridurre i rischi di *moral hazard* nelle imprese a rilevanza sistemica. Le SIFIs sono "*financial institutions whose disorderly failure, because of their size, complexity and systemic interconnectedness, would cause significant disruption to the wider financial system and economic activity*". Insieme ad esse vengono individuate le *Global SIFIs*, le cui caratteristiche sono insite nel nome. Entrambe devono essere disciplinate in maniera adeguata, anche e soprattutto con riferimento ad alcuni specifici aspetti, espressamente individuati dall'FSB (vd. FSB, *reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions, Recommendations and Timelines*, 20 ottobre 2010; nonchè *Intensity and Effectiveeness of SIFI Supervision, Recommendation for enhanced supervision*, 2 novembre 2010).

[23] Cfr. in particolare la premessa alla presente trattazione.

tion by national regulators, facilitated if necessary by suitable legislative powers and supported by national governments".

A complemento di tali principi, qualche mese più tardi – nell'ottobre del 2009 – il *Financial Stability Board* ha emanato i cd. *Implementation Standards*, vale a dire i criteri più di dettaglio da seguire per la corretta implementazione della disciplina generale delineata nel precedente documento. Anch'essi ricomprendono nel proprio campo di applicazione le imprese finanziarie di grandi dimensioni operanti a livello globale e focalizzano la propria attenzione su tematiche di maggiore dettaglio, che rappresentano il campo su cui si svilupperà la regolamentazione successiva, sia a livello nazionale che internazionale. Anzi, ciò che ne è conseguito a livello disciplinare aiuta a capire meglio le intenzioni dell'FSB nell'emanare alcune norme non propriamente chiare in fase di prima applicazione.

4.1 Nel corso dello stesso anno, grandi passi sono stati compiuti anche in ambito europeo, attraverso due interventi regolamentari che hanno segnato il punto di svolta nella disciplina delle remunerazioni.

Il 20 aprile 2009 il CEBS (*Committee for European Banking Supervision*, dal primo gennaio di quest'anno *European Banking Authority*, EBA) ha pubblicato gli *High-level Principles for Remuneration Policies*, per la stesura dei quali si è ovviamente avvalso anche della collaborazione dei citati organismi internazionali quali il *Financial Stability Board* e la *Basel Committee for Banking Supervision*. Nelle stesse premesse che ascrivono ai sistemi remunerativi distorti un ruolo primario nell'insorgere della

crisi economica, il CEBS ha voluto definire dei principi di carattere generale che – in linea con gli FSB *Principles for sound compensation practices* – non erano tuttavia circoscritti alle istituzioni più significative, ma pensati per la totalità delle imprese finanziarie.

Conseguenza "naturale" di tale impostazione è l'importanza riconosciuta al principio di *proporzionalità* nello stesso documento CEBS che afferma "*the guidelines are addressed both to regulators and regulated institutions. Within the institutions, the guidelines are intended to cover the entirety of the remuneration policy, including members of the management body, with special emphasis on senior employees and other risk-takers and risk-managers in the institution. The remuneration policy should include all levels of the organisation and all categories of employees. The implementation of these guidelines and thus the exact form of an institution's remuneration policy should take account of its nature and scale and the complexity of its activities. The principles should be applied both at solo and group levels and be implemented in a proportionate way*".

Il principio di proporzionalità è negli ultimi tempi un argomento di grande interesse e la sua corretta declinazione è una delle priorità dei regolatori nazionali e internazionali; questo infatti è uno dei principali fattori in grado di incedere direttamente sul grado di competitività fra le diverse (tipologie di) imprese finanziarie europee (e fra queste e le altre operanti in altri continenti), di prevenire possibili disparità di trattamento e di coadiuvare i legislatori nazionali nell'attuazione della disciplina comunitaria

senza gravare troppo (o troppo poco) su alcuni intermediari piuttosto che su altri, riducendo al massimo gli spazi per eventuali arbitraggi regolamentari o elusioni della normativa.

4.2 Anche la Commissione europea è intervenuta nuovamente a seguito della crisi finanziaria per ridefinire il quadro disciplinare giù esistente sul versante delle remunerazioni, emanando – qualche giorno più tardi rispetto alle pubblicazioni dell'FSB e del CEBS – due nuove raccomandazioni.

La prima, relativa alle politiche retributive del settore finanziario [24], si allinea – a differenza del passato (si vedano le regole precedenti la crisi finanziaria) – alle nuove istanze rivenienti dal dibattito internazionale, facendo proprio un approccio che non solo mira a rendere trasparenti le politiche di remunerazione adottate, ma coadiuva le imprese finanziarie europee a definirne la struttura e la *governance*, nonché a quantificare le performance cui i compensi devono essere legati. Nel fare ciò, individua inoltre le aree di responsabilità delle autorità nazionali che, sempre avendo a mente il ben noto principio di proporzionalità, devono consentire che il mercato e i principali *stakeholders* siano adeguatamente informati circa le remunerazioni delle organizzazioni bancarie (e non solo).

[24] E' questa la raccomandazione n. 384 del 30 aprile 2009, con la quale la Commissione è intervenuta estendendo il campo di applicazione osservabile nei precedenti interventi (come abbiamo visto, limitati alle società quotate) e fissando "principi generali applicabili alla politica retributiva nel settore dei servizi finanziari (ch)e dovrebbe(ro) applicarsi a tutte le imprese finanziarie che operano nell'industria dei servizi finanziari". Coerentemente con gli indirizzi già espressi dal CEBS, a fonte di tale ambito di applicazione, la Raccomandazione stessa riconosce che "la politica retributiva di una particolare impresa finanziaria dovrebbe (...) essere commisurata alle dimensioni dell'impresa e alla natura e complessità delle sue attività", con ciò riconoscendo la necessità di applicare i principi stabiliti in maniera proporzionale a seconda dell'organizzazione interessata.

La seconda raccomandazione integra invece le regole delineate prima che la crisi finanziaria manifestasse i propri effetti [25] ed ha dunque primario riguardo alle remunerazioni erogate nelle società quotate nonché al ruolo degli amministratori e del comitato remunerazioni nella loro definizione.

In Italia, sulla base della delega attribuita al governo dall'articolo 24 della legge 4 giugno 2010, n. 96 (comunitaria 2009), il Consiglio dei Ministri ha approvato – il 22 dicembre u.s. – un decreto legislativo per il recepimento delle raccomandazioni 2004/913/CE e 2009/385/CE, per la parte relativa all'informativa da rendere al pubblico. Il testo del decreto, almeno nella versione posta in consultazione il 15 novembre 2010 [26], attribuisce alla Consob il potere di emanare nuove regole per la disciplina della cd. relazione sulle remunerazioni che le società quotate italiane dovranno pubblicare, presumibilmente a partire dal 2012. Il 18 gennaio u.s., la Consob ha sottoposto a consultazione pubblica una "disciplina-ponte" (emanata ai sensi dei poteri ad essa attribuiti dall'art. 114, comma 5, del TUF) che individua, da un lato, i criteri per la pubblicazione e, dall'altro, i set informativi da pub-

[25] Le conclusioni del Consiglio ECOFIN del 2 dicembre 2008 hanno esortato la Commissione "*ad aggiornare le sue raccomandazioni per promuovere un controllo più efficace da parte degli azionisti e incoraggiare una maggiore correlazione tra remunerazione e risultati*". La Commissione europea, alla luce di queste considerazioni, ha dunque rivisto la propria disciplina sulle remunerazioni degli amministratori e sul processo di definizione e attuazione della politica di remunerazione degli amministratori delle società quotate emanando la Raccomandazione n. 385 del 30 aprile 2009, che integra con una serie di nuovi principi le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE".

[26] Attualmente il decreto non è ancora stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale, né gli esiti della consultazione o una nuova versione del testo sono disponibili sui siti del Governo e del ministero proponente (Tesoro).

blicare in merito a: i) le indennità in caso di scioglimento anticipato del rapporto; ii) i compensi corrisposti nel continuo [27].

Nella sostanza, il documento della Consob sembra aggiungere poco rispetto all'attuale disciplina. Il fine di queste "regole-ponte" appare piuttosto quello di richiamare le società quotate, e in particolari le maggiori del listino FTSE-MIB, al rigoroso rispetto degli obblighi di *disclosure* nei confronti del pubblico, in forza delle norme già esistenti. La Consob stessa, infatti, nel documento sottoposto a consultazione ha messo in evidenza l'opacità e le numerose carenze sul piano dell'informativa resa, rendendo manifesta la volontà – condivisa peraltro con le altre autorità di settore – di fare pressione sotto questo fronte, ritenuto ancora una volta estremamente sensibile. Il motivo di ciò è duplice: da un lato vi è la necessità di "proteggere" le contrattazioni di mercato attraverso una maggiore trasparenza, che si realizza rendendo adeguatamente edotti tutti gli *stakeholders* circa la politica dei compensi della società (e gli importi effettivamente erogati); dall'altro vi è la necessità di migliorare l'informativa di bilancio anche per finalità di vigilanza [28].

---

[27] A questo insieme di informazioni – da rendere nella "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari" ai sensi dell'art. 123-*bis* del TUF (la prima) e nell'informativa di bilancio ai sensi dell'art. 78 del Regolamento emittenti n. 11971 (la seconda) – si aggiungono quelle da fornire sui piani di successione per gli amministratori esecutivi e il processo di auto-valutazione del consiglio di amministrazione. Il documento è disponibile anche all'indirizzo http://www.consob.it/main/documenti/comunicatistampa/cs-2011.html#20110118.

[28] Una differenza che è dato osservare fra la disciplina delle società quotate e quella, anche più recente specifica per il settore bancario, è che la prima impone che le informazioni vengano rese (ai sensi dell'art. 78 del Regolamento emittenti Consob, n. 11971) su base nominativa e non aggregata (seppur suddivisa per ruoli e funzioni).

4.3 Sebbene i principi e gli standard sin qui visti adottino approcci differenti, è possibile ricondurli a fattor comune attraverso l'individuazione delle macroaree sulle quali intervengono. Considerate unitariamente, le nuove regole richedono che vengano approntati solidi presidi con riferimento a:

- il governo societario delle politiche di remunerazione. In questo ambito sono individuati i responsabili per la definizione ed approvazione dei sistemi di remunerazione dell'impresa (in generale i componenti dell'organo con funzione di supervisione strategica). Nelle imprese finanziarie di grandi dimensioni deve essere istituito un comitato per le remunerazioni in grado di emettere giudizi "competenti e indipendenti" e di garantire che, almeno con cadenza annuale, sia condotta la cd. *compensation review* (anche attraverso la collaborazione di soggetti esterni all'impresa, se necessario); la responsabilità del buon funzionamento delle politiche di remunerazione e la loro revisione (finalizzata all'adozione di pronte misure correttive, se necessarie) rimane comunque in capo all'organo di supervisione strategica. Nel processo di definizione del sistema di incentivazione complessivo deve, inoltre, essere assicurato l'adeguato coinvolgimento di tutte le funzioni interne (e.g. controllo, *risk management*, risorse umane, *compliance*, etc.) che possono rappresentare un utile strumento affinché ci si conformi ai principi di sana e prudente gestione, nonché agli standard nazionali ed internazionali.

- il rapporto fra remunerazioni e capitale. Come è ovvio, una politica di remunerazioni allineata con gli obiettivi di lungo periodo dell'impresa finanziaria e con i rischi effettivamente as-

sunti nel corso della normale operatività deve essere costruita in maniera tale da non alterare la base patrimoniale di cui la banca deve dotarsi a fini prudenziali [29].

- la struttura delle remunerazioni e l'allineamento ai rischi. E' questa senza dubbio la parte più corposa ed innovativa delle regole emanate dopo la crisi finanziaria, di derivazione FSB. Su di essa si è sviluppato un ampio dibattito, anche alla luce delle numerose difficoltà interpretative che le autorità nazionali e gli intermediari finanziari hanno dovuto fronteggiare nelle primissime fasi di applicazione delle nuove regole. Avendo riguardo alla *struttura*, vediamo che – seppur limitatamente alle *significant financial institutions* – l'FSB individua per la prima volta una categoria di soggetti cui applicare norme più stringenti; sono questi i *senior executives* e tutti i soggetti "la cui attività ha un impatto *materiale* sul profilo di rischio dell'impresa". Tale distinzione sarà la base per la delimitazione del campo di applicazione della disciplina comunitaria introdotta da ultimo dalla CRD III e per la migliore applicazione del principio di proporzionalità all'interno della singola organizzazione bancaria. Come verrà chiarito dagli interventi normativi successivi agli standard FSB, la valutazione di tale *materialità* sarà rimandata in primo luogo all'impresa finanziaria, che dovrà maturare le proprie decisioni circa le prassi

[29] Declinazione di questo principio è lo standard FSB secondo cui la remunerazione variabile complessiva non deve limitare la capacità dell'impresa di creare, rafforzare e mantenere la propria *capital base*. A questo proposito è attribuita alle autorità nazionali la facoltà di limitare la remunerazione variabile dell'impresa, qualora questa risulti essere in contrasto con il mantenimento di una "*sound capital base*" (cfr. FSB *Implementino Standards*, n. 3).

remunerative da adottare in seguito ad un attento processo di identificazione dei soggetti che al suo interno assumono rischi [30].

La remunerazione variabile di tali soggetti dovrà essere collegata, inoltre, ad altri tre indicatori di performance: i risultati conseguiti dal singolo, quelli della singola *business unit* in cui opera e quelli raggiunti dall'impresa finanziaria considerata nel suo complesso. Quest'ultimo principio – secondo cui la remunerazione dei propri dipendenti deve discendere non solo dalle loro capacità ma anche da quelle che l'organizzazione bancaria unitariamente considerata è in grado di esprimere – appare coerente con la logica *solidaristica* che deve muovere la normale operatività, anche in fase di pianificazione. Infine, sempre con riferimento alla struttura complessiva delle remunerazioni, regole di maggior dettaglio – che in questa sede si tralascerà di commentare – sono state introdotte con riferimento ai compensi pagati in connessione con la fine del rapporto di lavoro, all'impossibilità per i dipendenti di ricorrere a strategie di copertura o assicurative in contrasto con una sana e prudente politica retributiva o di essere pagati per il tramite di bonus garantiti (se non, come poi specificherà meglio la CRD III, in casi eccezionali)[31].

---

[30] Il CEBS, nelle *Guidelines on remuneration policies and practices* emanate ai sensi della CRD III (cfr. par. 16, p. 16) individua alcuni dei criteri che le istituzioni finanziarie dovrebbero seguire nello stabilire quando ricorrano (secondo l'ottica propria di ciascuna impresa) i presupposti di tale *materialità*.

[31] Attraverso gli *Implementation standards* dell'FSB sono state introdotte altre e significative regole. Nello specifico, è stabilito che una parte sostanziale della componente variabile della remunerazione complessiva (che l'FSB ha identificato in un ammontare compreso fra il 40 e il 60 per cento) dovrà essere differita per un periodo di almeno tre anni, proprio per consentire ai rischi assunti di manifestare i propri effetti e che il pagamento erogato al singolo sia coerente con i risultati da esso ottenuti. La parte differita dovrà inoltre essere pagata non solo in *cash* ma, per un importo pari almeno al 50%, in azioni o altri strumenti finanziari equivalenti (vale a dire rappresentativi del capitale dell'impresa) "*as long as these instruments create incentives aligned with long-term va-*

Con riferimento al processo di *risk alignment* delle politiche di remunerazione, è richiesto che queste siano pensate tenendo in debita considerazione tutta la gamma di rischi, attuali e prospettici, che possono gravare sull'impresa; coerentemente con ciò anche il costo del capitale e della liquidità devono essere una variabile da considerare nella definizione del pool complessivo dei compensi pagati all'interno dell'organizzazione bancaria.

- la *disclosure* che le imprese finanziarie sono chiamate a fornire in merito alle politiche adottate e alle prassi remunerative osservate, attraverso un *report* annuale; in esso devono essere resi espliciti il processo decisionale seguito per la definizione del sistema dei compensi aziendale, le sue principali caratteristiche, informazioni di tipo aggregato sulle retribuzioni corrisposte, e così via. Inoltre, la politica di remunerazione deve sempre essere adeguatamente documentata e portata a conoscenza di tutto il personale.

---

lue creation and the time horizon of risk". Questo tema è tutt'oggi ampiamente controverso, anche in fase di interpretazione della disciplina nazionale – di cui si dirà in seguito –, la quale riprende puntualmente il disposto dell'FSB e quello della Direttiva 2010/76 che dal primo discende. In fase applicativa, infatti, sono numerosi i problemi connessi con l'individuazione di tali strumenti soprattutto nelle società non quotate; tale problematica in realtà non rilevava nel 2009 allorquando le sei maggiori banche individuate dalla nostra autorità di vigilanza con riferimento ai requisiti di *significatività* stabiliti dall'FSB e alle quali si applicano dunque i suoi principi, erano tutte quotate. Diverso è invece il panorama odierno, le cui riflessioni vengono lasciate al prosieguo della trattazione. Su questo punto si veda DRAGHI, *Intervento del governatore al XVI Congresso AIAF - ASSIOM - ATIC Forex*, 13 febbraio 2010, secondo cui "le principali questioni aperte riguardano il rapporto tra parte fissa e parte variabile della retribuzione del top management, l'introduzione di sistemi di incentivazione di medio-lungo periodo e di metodi di differimento della componente variabile, l'affinamento dei parametri di performance aggiustati per il rischio. Le relazioni alle prossime assemblee dei soci dovranno contenere informazioni esaurienti e dati puntuali circa l'effettivo adeguamento dei contratti e dei sistemi di incentivazione alla normativa".

- l'attività posta in essere dalle autorità di vigilanza nazionali, chiamate ad assicurare nel più breve tempo possibile l'adeguamento ai principi e alle raccomandazioni europee e internazionali, con particolare riguardo agli standard emanati dall'FSB per le *significant financial institutions*.

4.4 Le discipline del *Financial Stability Board*, del CEBS e della Commissione europea sino a qui analizzati sono stati seguiti da una serie di verifiche, condotte dai medesimi organismi, circa il loro effettivo grado di implementazione a livello nazionale. Le conclusioni tratte dalle valutazioni così realizzate (a circa un anno di distanza dall'emanazione dei principi e delle raccomandazioni) rappresentano il punto di partenza per le ulteriori riflessioni e per le future iniziative che dovranno essere intraprese da ciascuna delle diverse autorità con il duplice obiettivo di colmare le lacune emerse e mantenere viva l'attenzione sul tema dei compensi [32]. Nella sostanza, le analisi poste in essere hanno eviden-

[32] Si vedano, in particolare: la "*FSB Thematic review on Compensation*" del 30 marzo 2010, la "Relazione sull'applicazione da parte degli Stati membri della Raccomandazione 2009/385/CE della Commissione (Raccomandazione del 2009 sulla remunerazione degli amministratori) che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate" del 2 giugno 2010 e il "*Report on national implementation of CEBS High-level principles for Remuneration Policies*" del 1° giugno 2010. In particolare, la *peer review* condotta dall'FSB rappresenta il primo passo compiuto all'interno del *Framework for Strengthening Adherence to International Standards* (vd. http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_100109a.pdf) e si accompagna ad una lista di raccomandazioni indirizzate alle imprese finanziarie – chiamate ad adeguarsi velocemente ai principi riguardanti in particolare la struttura e l'allineamento ai rischi delle remunerazioni -, alle autorità nazionali (chiamate ad intervenire anche, e soprattutto, per il tramite dei *collages of supervisors*) e altri organismi internazionali, quali il Comitato di Basilea. Quest'ultima Raccomandazione è di estrema rilevanza, prendendo da essa le mosse della BCBS in tema di informativa da rendere sulle remunerazioni ai sensi del Pillar 3 (cfr. *Basel Committee on Banking Supervision*, documento di consultazione in materia di "*Pillar 3 disclosure requirements for remuneration*", reperibile all'indirizzo

ziato i notevoli progressi compiuti nella definizione e attuazione di sistemi di incentivazione sani e prudenti con riferimento alla loro *governance* e *disclosure*; passi importanti devono invece essere ancora compiuti con riferimento alla struttura delle remunerazioni e al loro effettivo allineamento ai rischi. Proprio su questi due ultimi aspetti, che risultano essere anche quelli di più difficile interpretazione ed applicazione, insiste la nuova disciplina europea definita con la CRD III.

Un dato significativo è quello che registra la sempre maggiore convergenza delle prassi remunerative (specialmente per le imprese finanziarie di maggiori dimensioni), nonostante la differente situazione iniziale di ciascuno Stato chiamato ad implementare i diversi principi.

4.5 Con specifico riguardo al contesto italiano, la Banca d'Italia si è mossa rapidamente per richiamare le banche di maggiori dimensioni al pronto rispetto delle regole rivenienti dagli organismi internazionali; sono dell'ottobre 2009, infatti, le ulteriori disposizioni volte ad allineamento le politiche remunerative

---

http://www.bis.org/publ/bcbs191.pdf e il cui termine per i commenti è fissato al 25 febbraio 2011).

Ai documenti internazionali di cui si è fatta menzione si aggiungono due ulteriori interventi della *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) che ha pubblicato: 1) la "*Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*" di sostegno alle autorità di vigilanza nazionali nella verifica delle politiche di remunerazioni adottate dalle banche e di *compliance* con gli standard FSB (gennaio 2010, reperibile sul sito http://www.bis.org/publ/bcbs166.htm); 2) il "*Consultation paper on the Range of Methodologies for Risk Performance Alignement of Remuneration*", emanato sulla base della raccomandazione contenuta nel "*FSB Thematic review on Compensation*" e avente specifico riguardo alla misurazione delle performance cui legare i compensi e l'allineamento degli stessi al rischio (ottobre 2010, reperibile sul sito http://www.bis.org/publ/bcbs178.pdf). Per quest'ultimo documento, la consultazione si è chiusa il 31 dicembre 2010.

adottate all'interno sistema bancario italiano agli standard internazionali [33]. Il documento individua i sei gruppi bancari [34] che devono attuare le regole più specifiche quali: i) la modalità per la determinazione della parte variabile della remunerazione (sia individuale che complessiva) e per il pagamento (anche differito) della stessa; ii) la creazione di adeguati meccanismi di controllo interno e il coinvolgimento di tutte le funzioni aziendali responsabili per la corretta applicazione della normativa; iii) la revisione, almeno annuale, delle "modalità attraverso le quali viene assicurata la conformità delle prassi di remunerazione al contesto normativo". L'autorità di vigilanza, di fronte alle "carenze e ai ritardi nell'applicazione delle disposizioni di vigilanza in tema di remunerazione" emerse dall'analisi della documentazione ad essa inviata dagli intermediari, ribadisce l'esigenza di "attenersi scrupolosamente al pieno rispetto della normativa" (italiana ed internazionale) e ricorda che "la conformità delle politiche e delle prassi di remunerazione al quadro normativo è oggetto di ordinaria verifica nell'ambito del processo di controllo e valutazione prudenziale svolto".

Alla luce di tale esplicito richiamo al sistema (e, prima di tutto, ai sei principali gruppi bancari) risultano meno chiare le difficoltà incontrate dalle banche di maggiori dimensioni nell'applicare della nuova disciplina di derivazione comunitaria. I

[33] Si fa riferimento alla "lettera" inviata al sistema nell'ottobre 2009 e reperibile all'indirizzo http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/gov_soc_ban/sistemi_remunerazione.pdf.

[34] Sono questi Unicredit, Intesa SanPaolo, Monte dei Pasci di Siena, Banco Popolare, Ubi Banca e Mediobanca.

principi cui lo scorso anno gli intermediari italiani sono stati invitati ad attenersi scrupolosamente, infatti, non sembrano essere molto lontani da quelli introdotti dalla CRD III in tempi più recenti, sebbene questi ultimi siano caratterizzati da un più elevato grado di dettaglio per alcuni specifici aspetti piuttosto innovativi (sui quali un ritardo appare dunque giustificabile).

5. Proseguendo temporalmente nella disamina del *framework* regolamentare riguardante le politiche e prassi di remunerazione nelle organizzazioni finanziarie europee e del mondo, veniamo ai tempi più recenti e alla disciplina che più da vicino interessa le imprese del vecchio continente. Analizziamo le regole di derivazione comunitaria che impattano sulla disciplina dei compensi nelle banche e nei gruppi bancari e, conseguentemente, i lavori svolti a livello nazionale in Italia e, ove possibile, negli altri paesi della Comunità europea.

Il percorso che ha condotto all'adozione definitiva della direttiva 2010/76/EU (di seguito CRD III o Direttiva) ha avuto inizio nel luglio del 2009, allorquando la Commissione europea ha presentato una prima proposta per emendare la *Capital Requirements Directive* (CRD)[35], introducendovi regole specifiche riguardanti il tema dei compensi nelle imprese bancarie. Da allora il dibattito fra i rappresentanti dell'Unione europea è stato acceso ed ha condotto ad un insieme di norme che contemperano le esigenze di numerosi paesi, le cui prassi di remunerazione erano molto variegate e in cui non sempre era dato di osservare (come

[35] In particolare, le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

invece in Italia) regole già sufficientemente compiute. La Direttiva è stata approvata dal Parlamento europeo il 7 luglio del 2010 e la nuova disciplina in essa contenuta – secondo un approccio coerente con gli obiettivi di sana e prudente gestione dei singoli intermediari e dell'intero sistema finanziario, nonchè con l'impostazione regolamentare sin qui seguita – guarda alle politiche di remunerazione come uno dei tasselli che vanno a definire "robusti meccanismi di governo societario" dell'impresa bancaria[36].

Ancor prima di guardare nello specifico alle norme della direttiva, la prima grande sfida di fronte alla quale la CRD III ha posto il sistema bancario riguarda i tempi per la sua effettiva implementazione. Di fronte alla data del 1° gennaio 2011 per l'adozione di regole formalmente adottate appena pochi mesi prima[37], gli operatori hanno manifestato grandi difficoltà nell'introdurre le nuove regole delineate a livello europeo all'interno di sistemi di remunerazione già in essere. Ciò nonostante, come già anticipato in precedenza, tale critica non sembra condivisibile qualora sia mossa dai gruppi bancari di maggiori

[36] A questo proposito, l'art. 1, par. 3, della CRD III (che va ad emendare l'art. 22 della direttiva 2006/48/CE) stabilisce che le autorità competenti di ciascuno Stato membro richiedano alle istituzioni creditizie di dotarsi di "*robust governance arrangements, which include a clear organisational structure with well-defined, transparent and consistent lines of responsibility, effective processes to identify, manage, monitor and report the risks it is or might be exposed to, adequate internal control mechanisms, including sound administration and accounting procedures, and remuneration policies and practices that are consistent with and promote sound and effective risk management*".

[37] E' importante precisare che la Direttiva deve essere adottata entro il 31 dicembre 2011. Il solo "pacchetto" remunerazioni deve essere recepito all'inizio di quest'anno. Anche alla luce di questa scelta del legislatore comunitario è possibile riflettere sull'importanza del tema e sulla necessità che le imprese finanziarie si dotino di meccanismi di governo societario e, in particolare, di retribuzione e incentivazione coerenti con la sana e prudente gestione dei rischi.

dimensioni, consapevoli ormai da tempo (anche in forza della comunicazione della Banca d'Italia dell'ottobre 2009[38]) della necessità di adeguarsi ai principi e agli standard internazionali, dai quali la CRD III prende molti spunti.

Alle perplessità manifestate in tal senso si aggiunge il fatto che la nuova disciplina si applica (art. 3, CRD III): (i) ai compensi dovuti sulla base di contratti conclusi prima dell'effettiva attuazione della direttiva in ciascuno Stato membro, ma maturati o pagati successivamente; (ii) alle retribuzioni relative ai servizi offerti nel 2010 maturate, ma non ancora pagate, prima della data di effettiva attuazione della direttiva in ciascuno Stato membro. Il sistema ha in più occasioni manifestato la propria contrarietà ad una norma considerata *retroattiva* e, dunque, in contrasto con i principi dell'ordinamento; tuttavia la nuova disciplina di per sé non appare illegittima, producendo i propri effetti su tutti i compensi formalmente pagati dopo la sua entrata in vigore, seppur derivanti da contratti conclusi prima. Sarà premura di ciascun intermediario adeguarsi nel più breve tempo possibile alle regole introdotte dalla CRD III e dalle autorità di vigilanza nazionali (che recepiranno con una diversa aderenza anche le linee guida del CEBS), rivedendo i propri accordi nei limiti di quanto concesso dalla contrattualistica di lavoro. Resta comunque fermo l'obbligo di rendere effettivi, a far data dal primo gennaio del 2011, tutti i meccanismi di aggiustamento delle remunerazioni *ex post*, di informativa all'assemblea, di differimento di parte della componente variabile e così via.

[38] Cfr. *Infra*, in particolare nota n. 30 e p. 21.

5.1 La Direttiva richiede espressamente al CEBS di "assicurare l'esistenza di linee guida" che disciplinino più nel dettaglio le politiche di remunerazione, sulla base delle regole stabilite dalla CRD III stessa nonché dei principi sanciti nella raccomandazione della Commissione europea del 30 aprile 2009 [39]. Dal momento che l'autorità di vigilanza italiana – con la proposta sulle nuove "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione" la cui consultazione si è chiusa 22 gennaio 2011 – ha deciso di conformarsi quanto più possibile alle scelte operate dal CEBS (e che queste riflettono in pieno la Direttiva e, ancor di più, la volontà interpretativa della Commissione e del Parlamento europei), la sintetica analisi delle regole di seguito proposta verrà condotta seguendo l'impostazione delle *Guidelines on remuneration policies and practices* (di seguito *Guidelines*) del 10 dicembre 2010 [40]. In premessa è importante notare come queste siano state ritenute troppo prescrittive per taluni aspetti, di maggior dettaglio rispetto a quelli della CRD III; in realtà, le risultanze dei lavori del CEBS sembrano coerenti con i doveri ad esso assegnati dal legislatore europeo il quale, nel formulare i propri indirizzi regolamentari, ha lasciato agli Stati

[39] Art. 1, par. 3 (lett. b), della CRD III (che va ad emendare l'art. 22 della direttiva 2006/48/CE). Con riferimento alla raccomandazione della Commissione cfr. *Infra*, par. 2.

[40] Tutta la documentazione che ha condotto all'adozione delle disposizioni in parola, ivi compresi gli esiti della consultazione pubblica cui le linee guida del CEBS sono state sottoposte ad ottobre del 2010 (riassunti nel *Feedback to the public consultation on CEBS's Guidelines on remuneration policies and practices (CP42)*), sono reperibili sul sito www.eba.europa.eu, nella sezione *Publications, Standards & Guidelines*.

membri la possibilità di darne un'interpretazione univoca e quanto più possibile accettata a livello europeo[41].

Le linee guida sono espressamente pensate sia per le istituzioni finanziarie chiamate ad applicarle, sia per le autorità competenti che su di esse devono vigilare; per ciascuno degli argomenti trattati, infatti, vi è una parte di principi dedicata alle prime e un'altra indirizzata alle seconde. Gli obiettivi che il CEBS intende perseguire per il tramite di una simile impostazione sono molto ambiziosi e coerenti con lo spirito di appartenenza all'Unione europea, che richiede una forte convergenza nelle pratiche che guidano la normale attività bancaria e l'azione di supervisione nel continuo. Come è possibile desumere dalle *Guidelines*[42], il percorso pensato a livello comunitario deve condurre alla pronta trasposizione nella pratica della "nuova filosofia di orientamento al rischio", nonché alla salvaguardia del *level playing field* fra i diversi operatori di mercato (assicurando a tal fine la corretta applicazione del principio di proporzionalità).

---

[41] Si ricorda, infatti, che i lavori dei comitati di terzo livello (quali il CEBS, attuale EBA) sono svolti attraverso la costituzione di gruppi di lavoro internazionali, a cui siedono i rappresentati delle principali autorità di vigilanza europee. A questo proposito anche il CEBS "*acknowledges all comments pertaining to the issue of differences in CRD III and other international regulations, but notes that it is outside the realm of its competence as Level III Committee to address these, as its guidelines are intended to contribute to the consistent implementation of the CRD and to the convergence of Member States' supervisory practices throughout the EU*".

[42] Cfr. par. 8, p. 11. Letteralmente è detto che l'impostazione seguita è pensata per assicurare che la "*new risk-related philosophy on remuneration in the financial sector is swiftly translated into action*". Nel paragrafo successivo, il CEBS individua quelli che potrebbero essere gli strumenti a disposizione delle autorità di vigilanza per completare nel migliore dei modi i propri compiti di supervisione (e.g. controlli on-site e off-site, esame delle informazioni e delle risultanze degli incontri con i rappresentanti di vertice delle istituzioni finanziarie). Nella conduzione della propria attività, gli organismi di controllo dovranno orientarsi principalmente verso quelle imprese di maggiori dimensioni, che presentano maggiori rischi (sia a livello individuale che sistemico).

Rimandando ad un'altra sede l'approfondimento di tutte le linee guida emanate dal CEBS e ferme restando le considerazioni già espresse in merito all'entrata in vigore della direttiva, basta qui di seguito fare menzione di quei principi ritenuti più innovativi – in termini di contenuto e portata – ovvero di più difficile comprensione e declinazione sul piano pratico. Per individuarli è possibile guardare alle risposte pervenute al CEBS in seguito alla consultazione cui l'8 ottobre del 2010 sono state sottoposte le *Guidelines*[43].

Fra gli elementi di maggiore novità vi è senza dubbio la delimitazione del campo di applicazione della nuova disciplina europea sulle politiche di remunerazione che individuano:

1) la definizione di "remunerazione", intesa come ogni pagamento o beneficio, corrisposto direttamente o indirettamente sotto qualsiasi forma (contanti, strumenti finanziari o beni in natura), in cambio di prestazioni di lavoro o servizi professionali resi dal proprio personale. La remunerazione complessiva si distingue in fissa e variabile; il compenso complessivo deve essere adeguatamente bilanciato fra le due e la prima "deve essere sufficientemente elevata in modo da consentire alla parte variabile di contrarsi sensibilmente e, in casi estremi, anche azzerarsi in rela-

[43] La consultazione si è chiusa l'8 novembre e le risposte sono state raccolte e pubblicate (in maniera aggregata) nel documento *Feedback to the public consultation on CEBS' Guidelines on remuneration policies and practices* pubblicato, insieme alle *Guidelines*, il 10 dicembre dello scorso anno (cfr. nota 28). Il documento si compone di una parte descrittiva, che analizza la quantità e il tenore generale delle risposte, e una parte più specifica che, attraverso una tabella riassuntiva, illustra i commenti pervenuti per ciascuna delle linee guida. In questa tabella il CEBS ha fornito chiarimenti, spiegando i motivi per cui non fosse necessario modificare i principi, ovvero indicando i motivi delle modifiche al testo in accoglimento dei dubbi espressi dagli operatori di mercato. Le risposte pervenute sono state 39 e il documento è reperibile sul sito www.eba.europa.eu.

zione ai risultati, corretti per i rischi, effettivamente conseguiti" [44] le nuove regole di dettaglio introdotte dalla CRD III e sviluppate dal CEBS hanno primario riguardo alla parte variabile dei compensi, considerata in grado di incentivare l'assunzione dei rischi poiché legata al raggiungimento di predeterminati livelli di performance (o dipendente da altre clausole contrattuali, che comunque ne legano il pagamento a determinati obiettivi[45]); nella definizione di remunerazione utile ai fini della presente disciplina, si considerano anche i cd. benefici pensionistici discrezionali, vale a dire i bonus (variabili) connessi con la conclusione del rapporto di lavoro (ma diversi dai diritti pensionistici maturati ai sensi della ordinaria politica pensionistica), accordati su base individuale e discrezionale. Fra le diverse tipologie di remunerazione variabile pagate al momento della conclusione del rapporto di lavoro, è possibile ricomprendere i cd. *golden parachutes*, definiti dalle *Guidelines* come quegli "*arrangements for staff members who are leaving the institution and which generate* large payouts *(...). Such arrangements create a "heads I win, tails I still win" approach to risk, which encourages more risk-taking than would likely be preferred by the institution's shareholders or creditors*" [46]; tale forma di compenso rappresenta dunque un punto estrema-

[44] Questo è quanto stabilito dalla proposta di nuove "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche" della Banca d'Italia (par. 5.1, p. 8), che riprendono quanto detto dalla CRD III (considerando n. 8 e Allegato I, per la parte che introduce alla direttiva 2006/48/CE l'Allegato V, punto 23, lett. l) e dalle Linee guida del CEBS (par. 65 e par. da 78 a 82).

[45] Sono questi, ad esempio, i bonus pagati per attrarre risorse competenti nell'impresa (cd. *guaranteed variable remuneration*, che la CRD III limita al primo anno di impiego, vd. Allegato V, Sezione 11 della direttiva 2006/48/EC, punto 23, come modificata dalla CRD III) oppure i cd. *retention bonus*, vale a dire i compensi connessi alla permanenza di un soggetto all'interno della banca o gruppo bancario (vd. *Guidelines*, par. 12).

[46] Cfr. par. 70.

mente delicato che necessita di una ferrea disciplina capace di garantirne l'aggiustamento ai rischi e il collegamento alle performance.

2) le istituzioni finanziare cui le regole sui compensi si applicano, vale a dire gli enti creditizi di cui all'art. 4, par. 1, della direttiva 2006/48/CE e le imprese di investimento di cui dell'art. 4, par. 1, della direttiva 2004/39/CE. E' importante sottolineare che, secondo il principio di proporzionalità espressamente riconosciuto dalla Direttiva, l'effettiva applicazione delle regole e delle linee guida da parte delle diverse istituzioni finanziarie può (e deve) variare per tener conto della loro "dimensione, organizzazione interna, natura, scopo e complessità dell'attività svolta" [47]. Per quel che riguarda l'applicazione delle regole all'interno di un gruppo bancario, la CRD III stabilisce che tutte le regole sulle remunerazioni in essa contenute debbano applicarsi a livello consolidato, alla *parent company* e alle filiali/fliliazioni estere ovunque insediate [48]. Le *Guidelines* del CEBS dedicano il capitolo 1.3 alla disciplina del gruppo, individuando dei casi applicativi specifici anche per il tramite di alcuni esempi. Su questo aspetto l'industria si è mostrata dubbiosa alla luce delle disparità concorrenziali che potrebbero nascere in virtù dell'applicazione delle norme anche alle *subsidiaries* insediate al di fuori dell'Unione europea; queste si troverebbero a competere con imprese della medesima specie, non sottoposte tuttavia alla stessa disciplina e

[47] Nuovo paragrafo 2 dell'art. 22 della direttiva 2006/48/CE, come modificato dall'art. 1 della CRD III.

[48] A tal proposito cfr. le "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione" proposte dalla Banca d'Italia, par. 3.1, p.3.

dunque avvantaggiate nel *recruitment* di risorse qualificate. La tematica del gruppo è molto sentita anche con riguardo alla distribuzione dei compiti e delle responsabilità fra la capogruppo e le società del gruppo (in particolare per l'individuazione del personale cui applicare la disciplina sulle remunerazioni). In generale, si ritiene valido il principio secondo cui spetta alla prima dirigere e coordinare le seconde, in forza della "influenza top-down" che è in grado di esercitare e della visione di gruppo complessiva di cui dispone. Ciò non toglie tuttavia che, laddove una società del gruppo risulti particolarmente rilevante sia in termini relativi – valutata dunque in funzione del gruppo di appartenenza – che assoluti – considerata come entità a sé, anche sulla base del peso che assume per il mercato in cui è insediata –, essa stessa debba porre in essere i meccanismi necessari per l'applicazione di specifiche regole riguardanti i compensi del proprio personale; tale processo a livello di singola impresa dovrà ovviamente essere coerente con la politica generale adottata su base consolidata e dovrà comunque essere attentamente valutato dalla capogruppo per i motivi appena detti [49].

[49] Secondo questa impostazione si è mossa anche la Banca d'Italia che, nella proposta di nuove "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche" (cfr. par. 3.3), stabilisce che Le politiche e prassi di remunerazione del gruppo tengono opportunamente conto delle caratteristiche di ciascuna componente, tra cui: la dimensione; la rischiosità apportata al gruppo; il tipo di attività; la presenza di regole specifiche in ragione del settore di appartenenza o della giurisdizione dove l'intermediario è stabilito o prevalentemente opera; la quotazione in borsa; la rilevanza rispetto al gruppo nonché al Paese di insediamento o di operatività prevalente. Le singole componenti del gruppo restano in ogni caso responsabili del rispetto della normativa ad esse direttamente applicabile e della corretta attuazione degli indirizzi forniti dalla capogruppo". In aggiunta a ciò sono esplicitati gli obblighi posti a carico della capogruppo, chiamata a sollecitare, "con interventi formalizzati, gli opportuni aggiustamenti", qualora"rilevi che le politiche e le prassi di remunerazione (della controllata) non siano coerenti con gli indirizzi da essa dettati o conformi con la disciplina applicabile a ciascuna

La proposta di "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche" della Banca d'Italia, nell'applicare il principio di proporzionalità, individua tre diverse categorie di banche e gruppi bancari[50]; tale distinzione rileva al fine dell'applicazione di tutte o parte delle regole sui compensi definite dall'autorità di vigilanza.

3) i soggetti, interni all'organizzazione bancaria, verso i quali la nuova disciplina si indirizza. Questo è uno degli ambiti di maggiore novità rispetto al passato, poiché in esso vengono individuate – a livello normativo – ulteriori categorie di persone rispetto ai soli vertici aziendali sino ad oggi considerati. La CRD III [51], infatti, stabilisce che la disciplina si debba applicare obbligatoriamente non solo al *senior management* e al personale coinvolto nelle funzioni di controllo[52], ma anche ai cd. *risk takers* (persone la cui attività ha un impatto *materiale* sul profilo di rischio dell'impresa[53]) e a ogni altro dipendente la cui remunerazione totale sia ai livelli degli altri (pur senza che questo assuma rischi rilevanti). Rispetto alle norme contenute nella Direttiva, le *Guidelines* del CEBS compiono un ulteriore passo, fornendo una lista – non esaustiva ma piuttosto esauriente – dei soggetti che (salvo prova contraria addotta dalla banca) devono necessaria-

componente del gruppo, sollecitano, con interventi formalizzati, gli opportuni aggiustamenti".

[50] Sono queste: 1) i gruppi bancari di maggiori dimensioni, il cui attivo di bilancio è superiore ai 20 miliardi di euro; 2) le banche e gruppi bancari "intermedi", il cui attivo è compreso fra i 20 e i 3.5 miliardi di euro; gli "intermediari minori" con un attivo inferiore ai 3.5 miliardi di euro.

[51] Cfr. CRD III, considerando n. 3 e Allegato I (che va ad emendare l'Allegato V, Sezione 11, della direttiva 2006/48/EC, punto 23).

[52] Tali soggetti sono già presi in considerazione anche dalla disciplina italiana, nonché dai principi e standard del *Financial Stability Board* (vd. ...).

[53] Cfr. *Infra*, p. 18 e ss.

mente considerarsi destinatari delle norme sulle remunerazioni, in ragione del ruolo che ricoprono e dei rischi assunti nel corso della normale operatività bancaria [54]. Questi soggetti, compresi quelli con le remunerazioni più elevate (per i quali però l'inclusione non opera di diritto) sono definiti come l'*Identified Staff*. Nella proposta di Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia, che ricalcano in pieno l'impostazione del CEBS anche sotto questo specifico aspetto, tale insieme di soggetti è definito "personale rilevante"; ad esso si devono applicare *anche* le regole di maggior dettaglio riguardanti le modalità di corresponsione dei compensi e, in particolare, la struttura della parte variabile della remunerazione.

E proprio le norme riguardanti la *struttura* delle remunerazioni sembrano aver segnato, più delle altre, il passaggio da una regolamentazione basata su principi generali ad una più di dettaglio, che impone ai suoi destinatari il rispetto di limiti specifici nella definizione della remunerazione complessiva e, più in particolare, nell'erogazione della componente variabile. Sotto questi profili, infatti, la CRD III e, in modo più approfondito, le *Guidelines* stabiliscono una serie di puntuali regole volte a garantire l'effettivo allineamento ai rischi assunti dal singolo cui la remunerazione è corrisposta, nonché ai risultati effettivamente conse-

[54] Cfr. *Guidelines*, cap. 1.1.3, p. 15, in cui è detto che "*The following categories of staff, unless it is demonstrated that they have no material impact on the institution's risk profile, must be included as the Identified Staff*": a) *Executive members of the credit institution or investment firms' corporate bodies, depending on the local legal structure of the institution*; b) *Senior Management responsible for day-to-day management*; c) *Staff responsible for independent control functions*; d) *Other risk takers*. Per ciascuna di queste categorie sono forniti anche degli esempi. E' importante notare che fra gli "altri *risk-takers*" sono inclusi i gruppi di dipendenti che assumono rischi *collettivamente* (poichè operanti in uno specifico settore, come ad esempio i *traders*).

guiti (anche a livello di *business unit* e di impresa considerata nel suo complesso[55]). Parte di queste norme è stata già analizzata con riferimento agli standard emanati dall'FSB nell'ottobre del 2009; per una loro analisi si rimanda al testo delle *Guidelines*, che spiegano – anche attraverso alcuni esempi – come predisporre un meccanismo retributivo coerente con la sana e prudente gestione dell'impresa vigilata e conforme al dato normativo.

6. In questa sede è forse opportuno rappresentare brevemente le problematiche emerse in relazione ad una disciplina estremamente dettagliata che va ad incidere profondamente sulle prassi attualmente seguite in ciascuno Stato membro per la corresponsione delle remunerazioni nelle organizzazioni bancarie. E', infatti, difficile immaginare una convergenza rapida (ed indolore) verso un nuovo modo di pensare i compensi, che richiede un allineamento alle norme spesso non facile e, in alcuni casi, in contrasto con le logiche che storicamente contraddistinguono le singole imprese. Ad esempio, innalzare la percentuale di remunerazione variabile pagata in strumenti finanziari può rappresentare un grande cambiamento in alcuni paesi (come l'Italia), ma meno in altri; e così per molte delle nuove regole introdotte a livello comunitario. Nella sostanza, nonostante il dettaglio di alcune prescrizioni con cui il CEBS è intervenuto a sostegno di una corretta applicazione delle norme della Direttiva, è difficile immaginare tanti paesi improntarsi ad un unico modello normativo che davvero sia in grado di garantire un'omogeneità "assoluta". Se da un

[55] Cfr. *supra*, p. ...

lato è vero che l'appartenenza all'Unione europea non deve far venir meno le specificità di ciascun paese (si pensi ad esempio alle piccole realtà cooperative italiane, indispensabili nell'economia vitale di un sistema bancario dominato da grandi colossi), dall'altro è altrettanto certo che solo un ferreo rispetto degli orientamenti espressi sul fronte europeo può accrescere la fiducia nelle istituzioni finanziarie, in parte persa nel corso degli ultimi anni.

Del resto, una riflessione – probabilmente scontata – è quella che ci fa riguardare all'antica accezione della parola *crisi*; essa ci dà l'idea di come un momento di difficoltà, un evento traumatico in grado di destabilizzare un sistema economico globale possa anche rappresentare un punto di svolta, l'inizio di una nuova fase, nel nostro caso una *nuova fase regolamentare*. La storia ci insegna, infatti, che i più grandi interventi normativi nascono da momenti patologici di estrema complessità, le cui ripercussioni – come in questo preciso momento storico – a fatica si dissolvono. Si pensi agli interventi predisposti a rimedio delle problematiche emerse a seguito della Grande depressione del finire degli anni '20 del secolo scorso, alle discipline realizzate a seguito dei noti crack dei colossi mondiali Enron e WorldCom o Cirio e Parmalat, per rimanere in ambito nazionale.

Proprio alla luce di una considerazione sostanzialmente positiva, è comunque doveroso interrogarsi sull'effettiva bontà di norme emanate, in questa come in altre occasioni, a ridosso di una crisi o di uno scandalo finanziario. L'Europa, come le altre grandi economie del mondo quali quella americana, si muovono

con ritardo rispetto agli accadimenti che ne minano la stabilità. E non sempre questo ritardo è giustificato o giustificabile. La domanda che più comunemente é dato di sentire è proprio quanto norme così maturate siano effettivamente in grado di porre rimedio alle disfunzioni rilevate nel sistema, di sanare comportamenti inadeguati e, più di tutto, instillare negli operatori di mercato una nuova etica ed una rinnovata cultura.

Eleonora Venturi
Dottoranda di Ricerca in Diritto degli Affari
nell'Università Luiss G. Carli

VARIETÀ

NOMOS E GRUNDNORM IN EUROPA ED AL DI LÀ DELL'EUROPA*

ABSTRACT: *This article analyses the function of law as a phenomenon in perpetual flux which cannot be isolated from important rules of nature and thought. From this perspective, the recent works "La struttura delle rivoluzioni economiche" by Sergio Ortino and "Antropologia giuridica" by Rodolfo Sacco exemplify the link between law and other disciplines, such as anthropology, biology, ethics and philosophy. They show how the law can perform a regressive and stabilizing function; an investigation of the technique and nature is to be found in the works "Storia e destino" by Aldo Schiavone and "Devi cambiare la tua vita" by the philosopher Peter Sloterdijk. In particular, they underline how law and art, together with beauty and justice, symbolize the manners of human improvement; in this context, modern law is found to exhibit a constitutive relation between nomos and technique.*

SOMMARIO: 1. Libri che si spiegano con libri . - 2. Antropologi e giuristi . - 3. Cosa i giuristi possono apprendere dagli antropologi. - 4. Il tempo profondo. - 5. Le rivoluzioni economiche ed i mutamenti di paradigma. - 6. Diritto e tecnica. - 7. Il declino della funzione degli economisti. - 8. Ma anche i giuristi non stanno tanto bene. - 9. Nomos e Grundnorm. - 10. Democrazia e diritti umani

1. I libri si spiegano con i libri.

Specie i libri più complessi sono fatti del materiale di altri libri o evocano altri libri, in un gioco di rimandi infiniti.

Il labirinto è una metafora del sapere, ed i bibliofili hanno confidenza con le biblioteche che hanno spesso la struttura che vorrebbe essere rassicurante, ma risulta talvolta inquietante, del Panopticon.

---

* Riflessioni in margine al libro di Sergio Ortino *La struttura delle rivoluzioni economiche*, Bari, 2010.

L'ultimo lavoro di Sergio Ortino, dedicato ad indagare "La struttura delle rivoluzioni economiche"[1] impressionante per vastità di impostazione, è materiato da un rinvio a numerosissimi altri testi che, a loro volta, rinviano il lettore ad infiniti altri.

Il lavoro di Ortino, nell'intento di individuare con chiarezza i paradigmi regolatori delle rivoluzioni economiche che hanno segnato la vita del diritto, conduce, dopo un'indagine sul tempo profondo della vita della Terra, della vita del vivente, della vita dell'uomo, alla questione – nota e sempre più discussa recentemente – della prossimità di un salto antropologico-giuridico, per la specie umana, connesso all'incedere dell'evoluzione tecnologica, fra informatica e biotecnologie.

Questione cruciale quanto nessun'altra nell'epoca del mondo globale, del paradigma della rete, dello sfaldarsi delle certezze tradizionali, dello spaesamento e del senso di sradicamento che ne deriva. Si tratta di una vicenda che può sintetizzarsi come fine di una certa idea della natura umana, astorica, immodificabile, accettata come un dato e come un limite della specie, contrapposta alla cultura intesa quale creazione dello spirito.

Vertigine nel pensiero e del pensiero è indotta in noi – formati nell'epoca dello storicismo - anche solo dalla mera formulazione dell'ipotesi di manipolare tecnicamente il bios, e non solo quello vegetale o animale, ma il *bios* umano.

2. Innanzitutto sorge la questione di come possa spiegarsi un lavoro di un giurista su un tema così innervato da altre disci-

pline scientifiche e saperi umanistici (geologia, biologia, antropologia ma anche economia, etica, filosofia) da potersi definire estraneo alla classica metodologia formalistico-positivistica.

Potrebbe ritenersi che si tratti di un'opera dilettantesca, nel senso etimologico del termine[2], di un'opera nella quale l'autore si diletta a chiamare all'appello tutte le scienze da lui frequentate, per comprendere il passo che stiamo muovendo, il presente spaesante nel quale ci troviamo, un presente così gravido di novità da richiedere, per essere indagato appieno, la piena restaurazione (voluta da Geymonat) dell'unità del sapere umanistico e del sapere scientifico.

Certo Ortino verosimilmente scrivendo s'è dilettato e mira a dilettare il lettore, ma, a ben vedere, non si tratta di un'opera dilettantistica né tantomeno dilettantesca (sia pure nel senso rigorosamente etimologico prima indicato), ma di un approdo, consapevole, e, potrebbe dirsi, quasi inevitabile per uno studioso contemporaneo del diritto pubblico e del diritto pubblico comparato in particolare.

E qui soccorrono i libri che spiegano i libri.

Non casualmente Rodolfo Sacco, un insigne privatista e studioso di diritto comparato, ha dedicato un suo lavoro recente

---

[2] Ha formulato con bonomia l'ipotesi che lo studio del prof. Ortino possa considerarsi un lavoro da divino "dilettante" il prof. Pannarale, nel corso del seminario decembrino, coordinato e presieduto dalla Prof. Antonucci, tenutosi, nel 2010, all'Università di Bari.
Durante il seminario si è presentato il libro "*La struttura delle rivoluzioni economiche*" che ha ispirato queste pagine.
Ai lavori del seminario hanno partecipato il prof. Botta (economista), il prof. Pannarale (sociologo del diritto), il prof. Pisani Massamormile (giuscommercialista) e chi scrive (Consigliere di Stato).

all'Antropologia giuridica[3], come disciplina che studia anche il diritto non verbale, tradizionale consuetudinario, perché evidentemente l'antropologia è uno strumento metodologico che non può essere ignorato dagli studiosi di diritto comparato.

Sacco ha notato che "il giurista ha molto da apprendere dall'antropologia. Uno studioso ha osservato a giusto titolo che, se l'approfondimento della linguistica è la semiologia, o scienza dei segni discorsivi e non discorsivi, l'analogo prolungamento della comparazione giuridica deve essere trovato nell'antropologia del diritto".

Naturalmente il completamento si rende necessario perché la conoscenza del diritto comparato si ferma ad aree omogenee (connotate dalla presenza dello Stato, dell'autorità pubblica, di un legislatore, di un ceto di giuristi) mentre la conoscenza dell'antropologo, anche in campo giuridico, si estende alle società senza Stato, alle società acefale, senza scrittura, senza una struttura di potere centralizzato.

Sempre non casualmente l'Accademia internazionale di diritto comparato discute di almeno un tema antropologico in ognuno dei suoi congressi quadriennali[4].

Può quindi dirsi che il diritto è in sé un documento antropologico, anzi il documento antropologico per eccellenza, e che l'indagine del giurista comparatista sia inevitabilmente destinata ad approdare sui lidi delle scienze antropologiche, con la conseguenza che il lavoro di Sergio Ortino sia da considerare l'approdo

[3] Cfr. SACCO, *Antropologia giuridica*, Bologna, 2007.
[4] Cfr. SACCO, op. ult. cit., p. 23, nota 15.

naturale dello scienziato del diritto – condotto dagli interrogativi basilari che sorgono nella mente dello studioso a confronto con i problemi del presente – desideroso di utilizzare gli strumenti dei saperi a sua disposizione per cogliere alcune regolarità di fondo della vita sociale, economica e giuridica.[5]

3. Cosa i giuristi possono apprendere dagli antropologi o da uno sguardo antropologico?

Tradizionalmente l'antropologia è scuola di modestia, il giurista europeo, figlio dell'età coloniale, che ha prodotto l'ideologia dello "ius publicum europaeum" apprende, mediante l'antropologia, che il diritto non è uno, non è solo europeo, ma è plurale come plurali sono le culture umane.

Naturalmente, appresa la molteplicità delle culture, resta la problematica di fondo, che segue la constatazione della varietà delle culture: occorre aspirare all'unità (universalistica) o mantenere la diversità (identitaria)?

Fino a che punto può spingersi l'universalismo senza divenire sopraffazione e fino a che punto la rivendicazione identitaria non diviene chiusura asfittica nel recinto della tradizione: questo appare il tema principale che si offre alla riflessione del giurista di diritto pubblico che abbia assunto l'antropologia fra i suoi strumenti.

In questa prospettiva ci si può chiedere quale commistione o ibridazione culturale è avvenuta ad es. nel diritto indiano fra si-

[5] Ortino cita il giudice Oliver Wendell Holmes per il quale: " Se il tuo oggetto è il diritto, le strade verso l'antropologia sono tutte in discesa, dal momento che è perfettamente corretto considerare il diritto come un grande documento antropologico".

stema castale (identitaria/tradizionale) e principi del liberalismo europeo importati dall'esperienza giuridica anglosassone (di stampo universalistico), e, nel diritto cinese, quale importanza ha il confucianesimo (espressione del tratto identitario/tradizionale della cultura cinese) sotto la patina formale di un diritto improntato alla cultura marxista (forma dell'universalismo europeo che si pensava in declino ed , invece, sta riuscendo sorprendetemente ad ibridarsi con le tradizioni identitarie e le innovazioni tecnologiche più radicali).

Non è forse vero che senza variazione non c'è progresso? Ma quale variazione lo è?

In effetti, non è solo la rivendicazione identitaria a svolgere una funzione talvolta regressiva poiché ci si potrebbe interrogare sul limite oltre il quale l'idea della reductio ad unitatem (perseguita mediante la diffusione dello ius publicum europaeum), diviene anche essa fonte di arresto evolutivo.

Lo studioso non ha simpatie preventive, semplicemente osserva, misura, cerca di spiegare il reale, nel quale si presentano insieme tendenze all'unità e tendenze alla molteplicità (si pensi solo all'idea politica federalistica ed al suo successo moderno; al come coniugare unità e pluralismo istituzionale).

Il tema è ben noto ai filosofi per i quali sin dai primordi del pensiero greco, nato dalla stupefazione di fronte alla vita, la via (parmenidea) dell'essere unitario si è contrapposta all'idea (eraclitea) della diversità e del divenire.

Il diritto quindi si rivela un fenomeno in perenne evoluzione, per niente scollegato dalle grandi leggi che dominano la

natura ed il pensiero, anche nell'epoca presente che sembra aver rinunciato ad ogni filosofia della storia di carattere consolatorio (originante attesa e speranza di situazioni finali, escatologiche, definitive e dunque eterne fossero anche la fine della storia preconizzata dopo la caduta del Muro di Berlino).

La constatazione della diversità mira al superamento della paura: paura della diversità, dell'immigrazione, del successo dell'economia cinese e degli altri paesi emergenti, della velocità delle trasformazioni che il mondo subisce sotto i nostri occhi.

La paura che si vince con la conoscenza del diverso, dell'Altro.

Il diritto ha una funzione generale di tipo securitario ed essa comporta un atteggiamento volto a combattere costantemente la paura della diversità, mediante la conoscenza comparativa e l'imitazione dei modelli migliori.

Mediante l'ibridazione, se necessario.

I modelli culturali molteplici sono in conflitto come gli esseri viventi, ma nel mondo naturale la forza dell'imitazione è molto minore.

L'imitazione dovrebbe far vincere il modello innovativo, perché più efficiente, ma talvolta implica la scomparsa di una cultura alta e l'appiattimento verso il basso (rischio presente nella società della comunicazione contemporanea e nella sua struttura di potere).

Il diritto può quindi svolgere anche una funzione regressiva, non solo stabilizzatrice o evolutiva.

L'antropologo fornisce dati e conoscenze su mondi, su tempi diversi, pur sincronicamente sviluppantesi.

La scelta politica spetta ad ogni comunità, negli spazi dati.

Oltre la diversità, l'antropologia - ed è anche questa una ulteriore acquisizione importante derivante dalla sua conoscenza - mostra una dimensione del diritto che non è puramente legata alla scrittura.

Al di là del vecchio adagio per cui *ubi societas ibi ius* (di questo brocardo l'antropologia fa dubitare sottolineando l'importanza della norma etica, religiosa, morale, prima della norma giuridica), il diritto nasce come fenomeno consuetudinario e legato alla dimensione del sacro, essa pure originata spesso da profonde ragioni economiche (si pensi a come variano le strutture familiari e le loro regole, la sessualità e le sue regole in relazione ad esigenze produttive ed all'evoluzione tecnica).

Cogliere la dimensione non verbale e sacrale del diritto originario è utile più che mai in un'epoca come la nostra che ha confidato molto (forse troppo) nel diritto scritto e nella sua capacità di trasformare il mondo, ma che vede i limiti ed i difetti di tale impostazione volontaristica (che ha la sua matrice, nel cogito cartesiano ma anche nel rinascimento e, più indietro nel tempo, nel detto di Protagora, "l'uomo è misura di tutte le cose, di quelle che sono in quanto sono e di quelle che non sono in quanto non sono").

Basti pensare alla nozione di costituzione materiale o alla crescente importanza degli studi di diritto dell'economia e degli studi economici per la formazione del giurista , per avere un'idea

circa il superamento della metodologia puramente formalistico-positivistica, di matrice kelseniana, incentrata su una filosofia del progresso del soggetto moderno che appare sempre più di respiro corto di fronte ai molteplici fronti di crisi del tempo contemporaneo.

4. Poi c'è la questione del tempo. Del tempo profondo.

Un'indagine sulla tecnica, sulla natura, sulla specie, come quella tentata da Ortino, rimanda ad una dimensione temporale profondissima,la stessa indagata da Aldo Schiavone nel suo testo "Storia e destino"[6] (ancora libri che si spiegano con libri).

Schiavone ha parlato del "significato rivelatore della profondità del tempo (dell'universo, della Terra, della vita, ed, anche propriamente dell'uomo, per un suo lungo tratto)" ponendo in relazione tale profondità del tempo alla brusca accelerazione che la crescita di potenza della tecnica ha determinato nell'ultimo secolo e con le sue conseguenze, sia già emerse, sia più sicuramente prevedibili.

La relazione tra queste due scale - un trascorrere che appare lento sino all'inimmaginabile contro una velocità che toglie il respiro - se siamo capaci di instaurarla davvero, fa balenare - secondo Schiavone - una forma e nuova rivelatrice della connessione fra passato ed avvenire, quale mai prima d'ora si sarebbe potuta riflettere nella mente umana.

---

[6] Cfr. SCHIAVONE, *Storia e destino*, Torino, 2007.

Schiavone precisa che non si tratta di avere nozione dell'età del mondo e della sua durata, consapevolezza che non sposta di un millimetro le coscienze e non dice molto.

Accenna alla percezione del fatto che "la nostra civiltà ha elaborato, attraverso l'ultimo vertiginoso tratto del suo percorso, strumenti teorici ed operativi (di conoscenza e trasformazione della realtà) tali da averci condotto – anche se facciamo di tutto per non accorgercene – sul bordo estremo di una soglia finora nemmeno concepibile: oltre la quale ci aspetta un passaggio senza precedenti."

L'irradiamento della tecnica sul bios chiede all'uomo di ridefinire se stesso, si configura come soglia antropologica, chiama alla misurazione del vuoto che sta crescendo intorno a noi e dentro di noi. Sfida i giuristi a costruire regole per il tempo presente e per il futuro.

L'orlo del tempo su cui siamo esprime la necessità di confrontarsi con il futuro.

Tuttavia la riflessione di Schiavone, storico di professione, prende la direzione dell'indagine sul futuro, dopo aver solo evocato la profondità del tempo storico e preistorico, mentre, all'opposto, Ortino prende la profondità del tempo molto sul serio, e, per settecento pagine (di tante è composto il libro), viaggia nel divenire, segue gli inizi delle cose, usa la paleontologia, la geologia, la biologia, l'antropologia, l'economia, il diritto, per arrivare alla soglia della nostra civiltà, irrobustito dal percorso nel passato, riemergendo nel presente con la dote preziosa data dalla consapevolezza di aver individuato, nell'indagine, i (o alcuni dei)

paradigmi di cambiamento delle rivoluzioni economiche, nei mutamenti tecnici.

Potrebbe quindi concludersi, in questa chiave, che la storia dell'uomo è niente altro che un esercizio acrobatico di una specie singolarmente fortunata.

Ciò in consonanza singolare con quanto afferma il filosofo Peter Sloterdijk, nel suo ultimo lavoro "Devi cambiare la tua vita!"[7] che ripercorre la storia della cultura intesa come antropotecnica.

Devi cambiare la tua vita diceva la voce udita da Rilke al museo del Louvre agli inizi del Novecento, innanzi ad un'immagine apollinea (reclamante misura e bellezza classica).

Diritto ed arte, bellezza e giustizia, insieme alla scienza, sono le vie del perfezionamento umano (la cultura è la differenza che segna e spiega la fortuna evolutiva della specie).

Politica e religione ci hanno tentato per secoli, ma oggi l'una è in crisi mentre l'altra sembra cavalcare prepotentemente i nuovi fondamentalismi.

Anche Sloterdijk indaga la natura umana e confuta che a ritornare sia il sentimento religioso. Semmai sarebbe presente in ogni piega della nostra società il disagio etico suscitato dalla constatazione che ogni persona debba seriamente lavorare su se stessa per essere e rimanere all'altezza delle sfide del nostro mondo (ed a tale lavoro giova il senso della finitudine umana, come anche la sensibilità per il sacro).

---

[7] Cfr. SLOTERDIJK, *Devi cambiare la tua vita*, Milano, 2010.

Chiunque è tenuto ad un continuo esercizio teso a migliorare il proprio "rendimento" la propria perfomance, in ciò rivelandosi la nuova espressione della tensione verso la verticalità che ha connotato la storia umana (e basti pensare alla vicenda dell'Occidente tra Atene e Gerusalemme o in Oriente alla tendenza all'efficacia ed alla misura confuciana).

La natura acrobatica dell'uomo per Schiavone, Ortino, Sloterdijk, consente salti antropologici, che si palesano in presenza di soglie definite dall'evoluzione tecnologica.

Si tratta di un'elevazione che continuamente slitta dal piano fisico a quello spirituale e dal piano individuale a quello comunitario, concepito in chiave planetaria.

Tale linea di pensiero si appalesa una significativa e laica , anche se indiretta, confutazione dei contemporanei maestri antimetafisici dello sconforto (quale ad es. Heidegger) che ricordano che essere è essere per la morte, concludendo poi il loro itinerario filosofico con l'attesa di un dio dal quale ancora dobbiamo essere salvati.

5. La storia umana - riguardata in questa prospettiva - è quindi storia di un'evoluzione fortunata, segnata non dalla continuità ma dalla discontinuità, dalla presenza di "salti antropologici".

La storia della scienza e lo studio di T. Kuhn sulle rivoluzioni scientifiche e sulla loro struttura (al quale Ortino chiaramente si ispira) convalidano l'ipotesi[8].

Le rivoluzioni scientifiche sono connotate da cambi di paradigma conoscitivi, per i quali, semplicemente, ciò che era valido fino ad allora viene revocato in dubbio ed il sapere si riorganizza intorno ad altre – nuove – evidenze, riconosciute dalla comunità scientifica e poi diffuse, anche mediante la tecnica, nel corpo sociale o – nel tempo odierno - adottate dalla opinione pubblica.

Il paradigma è un fenomeno che tiene insieme cambiamento e stabilità, esso può ascriversi al genus delle signatura rerum (secondo la formula felice usata da Agamben)[9].

---

[8] Cfr. KUHN, *La struttura delle rivoluzioni scientifiche*, Torino, 1969.

La nozione di paradigma sviluppata da Kuhn, su cui si centra tutta l'opera, parte da una innovativa definizione di scienza: per Kuhn, la "scienza normale" è una ricerca stabilmente fondata su uno o più risultati raggiunti dalla scienza del passato, ai quali una particolare comunità scientifica, per un certo periodo di tempo, riconosce la capacità di costituire il fondamento della sua prassi ulteriore. Gli elementi fondanti della scienza normale possono essere fissati in opere acclamate, come la Fisica di Aristotele o i Principia di Isaac Newton. La scienza "normale" si basa su un insieme di princìpi di fondo che non vengono messi in discussione, e sostanzialmente si prefigge di riconfermarli attraverso la loro applicazione. Secondo Kuhn, persino gli strumenti di misura con cui si svolge l'attività sperimentale sono in gran parte determinati dai princìpi accettati dalla scienza normale, e quindi tendono implicitamente a confermarne il sistema di concetti, ovvero farne un paradigma.

Attraverso un'analisi della storia della scienza, Kuhn giunge alla conclusione che i sistemi scientifici che si sono affermati come paradigmi sono caratterizzati da due elementi fondamentali: presentare risultati sufficientemente nuovi per attrarre un gruppo stabile di seguaci (distogliendoli da forme di attività scientifica contrastanti) e nello stesso tempo essere sufficientemente aperti da lasciare al gruppo di scienziati costituitosi su queste basi la possibilità di risolvere problemi di ogni genere. Kuhn riformula anche questo concetto dicendo che un paradigma rappresenta una "promessa di successo" nello studio di un problema, e la scienza normale da esso derivata è la realizzazione in più parti di tale promessa. Infine, il paradigma viene a configurare una scienza "matura" quando diventa abbastanza esoterico, ovvero quando definisce un'elite limitata di studiosi che possono vantarne una conoscenza profonda. La visione di Kuhn ribalta l'immagine tradizionale della scienza come "esplorazione dell'ignoto": gli scienziati svolgono essenzialmente un lavoro di consolidamento e ripulitura dei principi del paradigma, focalizzandosi spesso su esperienze e casi "canonici" e adatti allo scopo.

L'acquisizione epistemologica di Kuhn va naturalmente, ai nostri fini, trasferita nel mondo economico ove rileva la nozione di "paradigma tecnologico", proposta dall'economista inglese Christofer Freeman, che intende con tale nozione come "l'insieme delle innovazioni tecniche, organizzative e manageriali in cui è possibile individuare un particolare fattore produttivo chiave su cui si basa un'era economica"[10].

Ciò premesso le ere economiche sono classificate secondo il loro avvicendarsi storico come era dei raccoglitori (dagli alberi); dei cacciatori; degli agricoltori; degli industriali; degli operatori della società della rete e dell'informazione.

A ciascuna era corrisponde una modalità dell'agere umano che connota il sostrato sostanziale della comunità: l'esplorazione, l'appropriazione, la discendenza (o gerarchia si ricordi l' Homo Hierarchicus di Dumont quale paradigma dell'età agricola), l'omogeneità (o l'eguaglianza si ricordi l' Homo aequalis di Dumont quale paradigma dell'età industriale), la connessione.

Le norme giuridiche hanno rapporto con i paradigmi tecnologici, poiché i paradigmi tecnologici informano di sé tutta un'era economica e connotano , quindi, le caratteristiche basilari di un sistema giuridico e delle istituzioni sociali (negli ordinamenti a diritto non verbale).

La natura acrobatica dell'uomo *è in* divenire (forse essa *è il* divenire se il carattere dell'uomo è il suo destino); le norme stabilizzano tale natura (come le filosofie e le religioni).

---

[9] Cfr. AGAMBEN, *Signatura rerum* , Torino, 2008.

[10] Cfr. FREEMAN, *Tecnhical change and economic Theory*, London",1988 citato da S. Ortino op. ult. cit. pag. 21 nota 9 .

La storia umana è la dialettica di movimento ed istituzione che ha studiato F.Alberoni, ritenendo di poterla individuare anche quale fenomeno sottostante alla dinamica del movimento amoroso[11].

6. Se le rivoluzioni economiche avvengono per effetto dei mutamenti tecnologici, segnati da veri e propri cambi di paradigma e se tali cambi di paradigma influenzano inevitabilmente la struttura degli ordinamenti giuridici, allora si scopre *un nesso costitutivo del diritto moderno quello fra nomos* (inteso appunto come carattere basilare del sistema giuridico in una determinata epoca storica) e *tecnica.*

Sia consentita una digressione, a questo punto, sul rapporto fra diritto e tecnica, già indagato da due intellettuali le cui riflessioni non possono essere ignorate da chi voglia avvicinarsi al tema.

Sul rapporto fra diritto e tecnica hanno riflettuto, infatti, in modo non sempre consonante, N. Irti ed E. Severino.

Un giurista ed un filosofo, a conferma dell'impossibilità di comprendere il fenomeno giuridico contemporaneo rimanendo nel recinto del proprio specialismo.

Conviene riportare i termini di quel dibattito.[12]

Secondo Irti il diritto, dopo la crisi del giusnaturalismo, non può che essere "positivo": posto (nel senso di "positus" participio passato di ponere): e "posto dagli uomini nella storicità del loro

---

[11] Cfr. ALBERONI, *"Movimento ed istituzione"*, Bologna , 1977; nonché dello stesso autore, "*Innamoramento ed amore*"; Milano 1979.

[12] Cfr. IRTI - SEVERINO, *Dialogo su diritto e tecnica*, Bari, 2001.

vivere". A costituire il diritto, quindi, sono norme aventi esclusivamente validità procedurale, e non verità di contenuto.

È all'interno di tali norme che le proposizioni ideologico-politiche o economiche - i molteplici lógoi- devono tradursi per riuscire ad ottenere efficacia (il che, ovviamente, significa prevalere sulle altre, antagoniste; si tratta della lotta che connota, per Schmitt l'epoca della tirannia dei valori).

Con una digressione sulla differenza che intercorre tra diritto e politica da una parte, legati al "territorio", e economia e tecnica dall'altra, de-localizzate e de-storicizzate, Irti giunge alla perentoria tesi che, nonostante l'indebolimento della politica e la normatività giuridica -tralasciamo alcune considerazioni sulla natura della democrazia- permane "la differenza logica tra la regola e il regolato: ossia, tra diritto, da un lato, e capitalismo e tecnica, dall'altro".

Irti affronta quindi la definizione che Severino dà della tecnica come "incremento indefinito della capacità di realizzare scopi, che è incremento indefinito della capa-cità di soddisfare bisogni".

La sua critica si concentra su questo punto: siffatta capacità della tecnica non comprende, per sua costitutiva essenza, la capacità di scegliere "uno", un "determinato", scopo; la tecnica sarebbe segnata dall'astrattezza - o se si vuole dall'indeterminatezza - e perciò non in grado di rispondere alle domande fondamentali del diritto e della politica su che cosa prescrivere e sul come comportarsi.

La differenza tra la concezione di Irti e quella di Severino - sostenitore a detta di Irti di un "giustecnicismo" ossia di una riduzione del diritto a tecnica e di una divinizzazione della tecnica come forza fondamentale del moderno - può essere rappresentata in questi termini: se quello del diritto positivo è il mondo della decisione e della scelta in circostanze determinate, esso si presenta come capacità di realizzare determinati scopi: la tecnica, così come pensata da Severino, rischia di essere invece un "Apparato che risuscita gli antichi dèi" (ossia una forza trascendente avente caratteristiche sacrali).

Evidenziato l'accordo relativo al tramonto della verità immutabile e incontrovertibile, la risposta di Severino affonda nel cuore dell'intera questione: se la norma riesca in qualche modo a controllare la tecnica (o sia la tecnica a subordinare a sé il diritto, le norme).

Se l'atteggiamento politico-giuridico continua a volere regolare la tecnica (così come l'economia), ciò non implica il successo di tale volontà.

Al contrario, è la tecnica che per Severino è "destinata a diventare il principio regolatore di ogni materia, la volontà che regola ogni altra volontà". A partire da qui egli sviluppa la sua argomentazione: caratteristica di forme di volontà di potenza, nelle vesti di norme religiose, morali, giuridiche, politiche, economiche è la volontà di realizzare scopi escludenti, ossia "la cui realizzazione mira insieme all'esclusione della realizzazione di altri scopi".

La tecnica per sua essenza non mira a scopi escludenti, bensì ha come scopo la crescita infinita nella propria potenza.

Per cui lo scenario epocale aperto dalla contemporaneità è quello per cui "la tecnica tende all'onnipotenza". La tecnica rivela però una sua concretezza, poiché è la forma della produzione reale degli scopi, produzione che concorre all'aumento indefinito dell'apparato scientifico-tecnologico: la tecnica è non trascendente, come in fondo pensa Irti, bensì, si noti, trascendentale. Severino sottolinea che la dominazione della tecnica, che è "processo tuttora in atto", non elimina la norma, ma la subordina a sé.

Un esempio concreto di ciò è offerto dalla manipolazione genetica, dalla sua capacità di trasformare la normatività tradizionale a vantaggio della potenza della tecnica.

Questa "distrugge" e sostituisce l'onnipotenza di Dio istaurando una dominazione che si presenta coma la forma rigorosa della Follia estrema dell'Occidente: solo rispetto al divenir altro delle cose del mondo, degli enti, infatti, può costituirsi una qualsiasi forma di volontà di realizzare scopi.

Irti, ottimista sulla possibilità di governo politico- giuridico della tecnica, ritorna poi sul fatto che il capitalismo, come la tecnica, ha un costitutivo bisogno di diritto.

A suo giudizio la tecnica in Severino assume, con "inattesa movenza kelseniana", i caratteri della Grundnorm, norma suprema da cui ogni ad alta norma deriva. Egli ritiene però che anche la stessa tecnica, la normatività tecnologica, non possa non presentare un carattere escludente e contenutistico.

Il rapporto tra il diritto e il capitalismo, o la tecnica, che dev'essere pensato sul piano del "prevalere storico", sarebbe stravolto da Severino sulla base di un "rovesciamento logico" e dell'eliminazione della differenza tra principio regolatore (diritto) e regolato (tecnica): si assisterebbe così ad una derivazione di norme politico-ideologiche dalla Grundnorm tecnologica. Essa, in quanto "forma di volontà mirante per raggiungere scopi non escludenti, escluderebbe tutti gli scopi contrastanti con la propria infinita capacità di raggiungere scopi".

Irti intende sostenere, con acutezza, che la tecnica ha pur sempre uno scopo, ossia proprio quello di realizzare scopi, e quindi deve negare il suo opposto, che possiamo chiamare "anti-tecnica".

Nella sua prospettiva il diritto finisce per condividere alcuni connotati propri della tecnica: il diritto infatti si potrebbe definire come "infinita capacità di rendere efficaci (ed escludenti) volontà o pro-posizioni, ideologiche (politiche, economiche eccetera)".

Ritornando all'argomentazione di Irti, il presunto giustecnicismo severiniano si dovrebbe, a tutto concedere, per poter effettivamente realizzarsi un dominio della tecnica sul diritto, ridurre a ipotesi politico-ideologica in conflitto con le altre, costretta, pur sempre se vuole imporsi sulle altre, a "scorrere" nei nomodotti, nei canali procedurali del diritto (la tecnica, intesa in senso severiniano, come espressione della nuda volontà di potenza, per af-

fermare le sue ragioni, deve pur sempre dare ad esse veste giuridica)[13].

7. L'indagine in materia di paradigmi del mutamento economico apre inedite prospettive e rivela nuovi orizzonti alla ricerca nelle scienze sociali.

La prima è relativa alla posizione ed al ruolo delle scienze economiche. Posizione e ruolo destinati a ridimensionarsi con un ritorno alle origini delle ragioni ispiratrici dell'istituzione di questi campi di sapere (il governo delle risorse scarse).

Sorprendentemente, indagando sulla struttura delle rivoluzioni economiche e portando alla luce la determinante tecnologi-

---

[13] Nell'ultima, parte dell'analisi di Severino si delinea l'orizzonte peculiare della sua filosofia. Il pensiero contemporaneo non è scetticismo ingenuo, ma consiste nella negazione della verità metafisico-epistemica (immutabile, che è anche "morte di Dio"), sul fondamento-verità assoluta del divenire. Ma è proprio quest'ultima che Severino ha da sempre messo in questione. Illustrando le molteplici ragioni che sostengono l'inevitabilità del dominio contemporaneo della tecnica, evidenzia tuttavia che essa è però condizionata dall'"evidenza" che il divenire, e il conflitto, il "gioco" (delle volontà di potenza) che ne è espressione, sia innegabile: il dominio della tecnica, peraltro, se ha una sua inesorabile logica, è però esso stesso casuale e destinato a tramontare. Per Severino è sì possibile dire che la tecnica "prevale storicamente", ma in ciò avviene anche quel fondamentale "rovesciamento", che Irti considera, a torto, puramente logico, per cui la tecnica stessa diviene scopo, regola, secondo necessità o destino (in ogni caso è mantenuta la differenza regola/regolato). Riguardo al contenuto delle norme (= mezzi), questo non è annullato, cambia semplicemente: il loro contenuto inoltre non è deducibile dalla "legge" della tecnica, con la quale invece è possibile una sintesi (tra l'altro neanche in Kelsen dalla Grundnorm è deducibile il contenuto delle altre norme). L'altra strada che si può percorrere, per evitare il nichilismo insito nel meccanismo vorace della tecnica - è allora quella tracciata dallo stesso Severino, impervia ed estrema, che confuta la verità del divenire e che, in particolare, non offre nella tecnica, come pensa Irti, la figura di un "nuovo Dio", ma si propone il suo superamento. Si tratta di un rovesciamento epocale che Severino indica come ritorno all'essere o a Parmenide. Per Severino l'età della tecnica, nella quale noi viviamo, esprime, più di ogni altra epoca del passato, la volontà di potenza, la volontà di poter produrre ogni cosa, persino l'uomo. Il nichilismo è pensare che ogni cosa proviene dal niente ed è destinata al niente. La cosa, priva d'ogni legame necessario con l'essere, può essere modificata a piacimento. Ma si tratta di comprendere che ciò è un'illusione: perché è impossibile che l'essere possa non essere. Tutto il passato e il futuro sono, nulla proviene da nulla, essi non sono né il semplice ricordo né la palpitante attesa. Il passato, così come il futuro, sono eternamente in salvo dal niente anche se di questo non abbiamo coscienza. Ogni cosa, compresi noi stessi, siamo e non potremo mai morire veramente, poiché – ci assicura Severino – siamo perennemente (in questo simili a dèi).

ca di tali rivoluzioni, si svaluta grandemente il ruolo politico degli economisti, che sono stati protagonisti e dominatori del dibattito nelle scienze sociali del secolo trascorso, nell'illusione che il mercato fosse paradigma di razionalità in sé e per sé.

Non dal mercato (foriero di bolle e dominato da passioni irrazionali) ma dalla tecnica possiamo attenderci i cambiamenti.

La tecnica, infatti, è l'arte di fare cose. La tecnologia è l'impiego della conoscenza scientifica per migliorare l'arte di fare cose.

L'utensile è *logos* realizzato.

Certo la tecnologia, in un'accezione non solo materialistica, comprende le scienze umane: la scienza economica, giuridica, la filosofia e la religione.

Si tratta pur sempre – alla Sloterdijk – di modalità della capacità di esercizio dell'uomo a fini di auto perfezionamento.

In questa chiave la tecnica coincide con la cultura, nel senso che la comprende in sé. Ma il nesso fra cultura e tecnica non è facile da chiarire ed il loro rapporto non si può solo istituire in termini di identità.

Certo è vero che la storia della tecnica coincide, in un certo senso, con la storia della cultura. Ma solo nell'età moderna, fatti i conti con il sacro ed affermatosi l'evoluzionismo, la cultura può essere letta sub species di capitolo della più vasta avventura tecnica dell'uomo.

La cultura delle età premoderne, svincolata dalla tecnica, non è scomparsa, essa giace in strati profondi della vita e domina ancora alcune società tradizionali a noi contemporanee.

Inoltre se le innovazioni tecnologiche contengono la matrice dei comportamenti sociali delle comunità che adottano le varie tecnologie corrispondenti alle diverse ere economiche della storia umana, allora la cultura può vedersi come un prodotto della tecnologia. In tal modo differenziandosi dalla tecnica, ma costituendone sempre un risultato, storicamente contingente.

Il ruolo dell'economista in questo quadro non è decisivo.

Per stare al tempo presente, l'indagine sulla struttura e sui paradigmi delle rivoluzioni economiche ci dice dell'irrilevanza degli economisti nel determinare cambiamenti economici significativi o vere e proprie rivoluzioni (che non si traducano in aggiustamenti redistributivi) perché chiarisce che le rivoluzioni economiche sono determinate da fattori causali che si producono al di fuori del ciclo della produzione e della distribuzione delle merci anche se poi su di esso influiscono rivoluzionandolo.

Gli economisti sono riformatori per definizione, mai rivoluzionari.

I veri rivoluzionari sono gli scienziati, gli inventori (e gli artisti). Solo questi ultimi possono trasformare le condizioni di vivibilità del mondo, innescando rivoluzioni economiche che accadono per mutamenti della tecnica.

Si tratta di fattori non previsti né prevedibili (come ad es. la scoperta del fuoco ed il suo dominio, il perfezionamento delle tecniche di caccia, la tecnica della semina, l'avvento di una certa macchina; la trasformazione del mondo grazie al computer ed ora al web 2.0.

La tecnica, poi, primariamente, ha bisogno di regolazione giuridica. Ciò è particolarmente significativo nell'epoca della crisi economico-finanziaria che stiamo attraversando. G. Tremonti ha più volte interpretato la crisi come momento veritativo per il ritorno ad un'egemonia della funzione regolativa (il *global legal standard*) che dovrebbe portare nuovamente al centro delle scienze sociali il discorso giuridico.

Il motto di Alberico Gentili "*Silete theologi in munere alieno*", già utilizzato anticamente per rivendicare il primato dei giuristi di fronte ai teologi (nelle problematiche del diritto internazionale e della guerra giusta) può mutatis mutandis, dopo la crisi economico-finanziaria che stiamo attraversando declinarsi come un monito agli economisti affinché non si occupino più di diritto (accantonandosi definitivamente come perniciosi tutti i miti dell'autoregolazione che hanno dominato il diritto dell'economia dell'ultimo scorcio del secolo scorso).

Come evidenziato da Irti, in attesa del ritorno a Parmenide auspicato da Severino, c'è bisogno del governo giuridico della tecnica, anche se la tecnica potrà condizionare, come è ovvio, le soluzioni giuridiche che saranno individuate per il suo governo.

L'indagine sulla storia economica dell'uomo, inoltre, fatta con gli strumenti delle scienze geologiche, biologiche, antropologiche, "dissolve" e "decostruisce" la scienza economica, intesa in senso paretiano come studio dell'ottimo allocativo, in base a vincoli dati, o meglio restituisce la scienza economica alla sua missione originaria, che non ammette interrogazione scientifica ove ad essere in discussione siano proprio i vincoli dati.

La crisi impone di rimettere in discussione i vincoli dati e quindi mette fuori gioco- per la contraddizione che non lo consente - la scienza economica.

Le innovazioni tecnologiche dei mercati finanziari devono essere regolate giuridicamente a livello globale per restituire fiducia ai mercati ed incentivi alla veduta lunga nelle scelte degli operatori.

Torna l'intreccio di storia e destino (esaminato da A. Schiavone) che caratterizza il presente con i suoi interrogativi drammatici sulla sostenibilità del mito della crescita quantitativa, sui rischi di estinzione della specie umana (ad opera dei mutamenti ecologici e dei cambiamenti climatici) o di nuove disumanizzazioni (legate all'uso delle biotecnologie).

A fronte del rischio ecologico, della realtà dei limiti naturali della crescita, delle nuove prospettive del bios urge pensare in termini non più meramente economicistico-efficientistici; occorre pensare oltre i vincoli dati; occorre costruire nuovi paradigmi; cercare nuove risposte tecnologiche; senza soverchie illusioni sulla nostra capacità di trovarle tempestivamente allora affidandosi, in caso di ritardo della ricerca, al ruolo conservativo del diritto.

Il diritto si rivela allora una "nicchia" ecologica che consente alla specie umana di ri-orientarsi ritrovando un giusto equilibrio con il vivente e con le risorse naturali limitate.

Nello stesso tempo, restituite alla loro funzione di governo di quantità date, le scienze economiche possono trovare una nuova missione nel coniugare l'ambiente con l'economia, in modo da costruire le condizioni dello sviluppo sostenibile o darci il quadro

teorico di una decrescita non scevra dal recupero di nuove potenzialità umane.

8. Il diritto tuttavia è messo fuori gioco a sua volta, dall'indagine sui paradigmi dell'età contemporanea (secondo Ortino : la rete, la "connessione" in relazione alla comunicazione ed alle informazioni contenute nel genoma) per lo meno per le categorie finora conosciute.

Citando Groucho Marx (il Marx caro a Woody Allen quello di "Dio è morto , Marx è morto ed anche io non mi sento tanto bene ...") alla morte di Dio e dell'economia come teofania (basata sul Dio-mercato) può aggiungersi l'indisposizione del ceto dei giuristi.

Il diritto studiato dai giuristi del diritto pubblico europeo è un diritto statuale, concepito, tra l'altro, in termini astorici (perennità del mito dello Stato, interpretazione anche del passato alla luce di tale mito fondativo, per cui il primo Stato sarebbe costituito dalle città stato del mondo antico), incentrato sulla legge scritta, sul metodo giuspositivistico, per cui solo conta ciò che è posto, positum e non ciò che si afferma spontaneamente per effetto della consuetudine sociale.

La storia invece è necessaria allo studioso del diritto, la considerazione del tempo, di un tempo lungo, che collochi l'uomo nell'universo, nella storia geologica, nella storia delle specie viventi, nel suo fortunato cammino di costruttore di istituzioni.

A quest'altezza di visione lo Stato appare come una costruzione fortunata ma forse non più adeguata, destinata ad essere superata o quantomeno arricchita da altre dimensioni della vita giuridica (l'articolarsi dell'ordinamento in più livelli, sopra e sotto lo Stato, nella dimensione sovranazionale ed in quella locale).

E già si intravede un al di là dello Stato.

Lo spazio giuridico globale, infatti, è segnato dal maturare di un'infinità di problemi che non possono più trovare la loro misura nell'ambito della sola dimensione statuale (terrorismo internazionale, inquinamenti globali, crisi economico- finanziaria, problemi della pace e della guerra nel mondo post-atomico, sviluppo sostenibile, povertà, tutele del lavoro) e che reclamano una nuova spazialità giuridica.

La definizione della nuova spazialità giuridica ultrastatuale e delle sue regole è il tema più importante per il quale occorre il lavoro collettivo delle nuove generazioni di giuristi.

La comparazione giuridica ed il sapere antropologico hanno un loro primato in questo percorso.

I compiti futuri per i giuristi sono chiari:

1) Verificare la tenuta della costruzione statuale e costruire le coordinate del diritto globale.

2) Seguire, in questo percorso, la parabola della democrazia, finora sviluppatasi nell'alveo dello Stato, perché non si perda o non si snaturi nel passaggio dal diritto statuale, basato sul nomos della Terra, al diritto globale, importante un maggior grado di sradicamento.

3) Interrogarsi sull'attualità della democrazia rappresentativa e sulla possibilità di arricchirla con forme sempre più avanzate di democrazia diretta, rese possibili, nell'era di Internet dallo sviluppo dell'informatica.

4) Seguire il rapporto problematico, che questo passaggio rivela, fra populismo e costituzionalismo (inteso come processo degenerativo degli ordinamenti giuridici basati sulle carte costituzionali fondate sulla sovranità popolare alla quale si fa riferimento in modo sempre più immediato e cortocircuitante al fine di delegittimare la democrazia rappresentativa letta come un retaggio del passato ottocentesco).

In ultimo va considerata espressione di queste linee di tendenza l'oscillazione che è possibile verificare nella recente storia costituzionale, anche italiana, fra una concezione della democrazia concepita in termini puramente elettorali, come legittimazione della classe politica (per cui "The winner takes it all"), concezione questa che si appalesa funzionale ad una maggiore efficienza istituzionale in vantaggio del governo economico ed una concezione della democrazia come governo della complessità, fatto di checks and balances (controlli e contrappesi), nella quale le istituzioni di garanzia hanno un ruolo centrale, a tutela dei diritti individuali e delle minoranze. Si tratta forse di una nuova versione dello scontro da sempre presente nella vicenda giuridica dell'Occidente fra liberismo e liberalismo; o, forse di qualcosa di più e di diverso, atteso che la democrazia elettorale ormai sta prendendo piede in ordinamenti che non hanno radici liberali, estranei alla tradizione giuridica occidentale ed europea, come

quello cinese, quello delle democrazie autoritarie postsovietiche o sudamericane.

9. L'essenza del diritto è sospesa – qui ed oggi – fra Nomos e Grundnorm, fra Schmitt e Kelsen, come se nulla fosse mutato dal tempo del pensiero della crisi. Il *Nomos* rimanda ad una dimensione del diritto che non si esaurisce nelle Carte Costituzionali (Carte che sono in crisi nel tempo attuale che le sradica dallo spazio statuale), la *Grundnorm* è presupposto teorico del moderno concetto di costituzione e di scienza costituzionale (senza il quale i diritti umani sono a rischio).

La messa in questione dello Stato appare comune alle due prospettive, ma diversi ne sono gli esiti (in un caso lo Stato si rivela solo apparato detentore della forza ordinatrice utilizzata dalla politica se radicata nel Nomos della Terra, nell'altro caso lo Stato diviene pura espressione sintetica di una normativa di relazione fra individui).

Ma lo sguardo sul tempo lungo della vita del diritto, nel quadro dell'evoluzione della tecnica e della scienza, rende possibile il parallelo fra Kuhn e Schmitt, fra la teoria delle rivoluzioni scientifiche e quella delle rivoluzioni giuridiche e mette in ombra il pensiero kelseniano più propenso a costruire una scienza "normale" del diritto che a guidarci durante i periodi di crisi e di svolta.

Secondo Ortino è a Schmitt che si deve l'introduzione, negli anni quaranta, della nozione di discontinuità negli studi giuri-

dici, attraverso la teoria della rivoluzione spaziale (Terra e Mare, il Nomos della Terra).

Qui si può lasciar parlare Schmitt: "Ogni volta che sotto la spinta di forze storiche o grazie alla liberazione di nuove energie, entrano nella complessa vicenda dell'uomo nuovi territori e nuovi mari, mutano anche gli spazi dell'esistenza storica. Allora sorgono nuove misure e nuovi criteri dell'attività storico-politica, nuove scienze, nuovi ordini, una nuova vita di popoli nuovi e rinati. L'ampliamento può essere così profondo e sorprendente che cambiano non soltanto la dimensione e le misure, non solo l'orizzonte esterno degli uomini, ma mura anche la struttura del concetto stesso di spazio. Allora si può parlare di una rivoluzione spaziale".

Vediamo allora le parole di Kuhn: "Ogni rivoluzione scientifica ha reso necessario l'abbandono da parte della comunità di una teoria scientifica un tempo onorata in favore di un'altra incompatibile con essa; ha prodotto, di conseguenza, un cambiamento dei problemi da proporre all'indagine scientifica e dei criteri secondo i quali la professione stabiliva che cosa si sarebbe dovuto considerare come un problema ammissibile o come una soluzione ammissibile di esso. Ogni rivoluzione scientifica ha trasformato l'immaginazione scientifica in un modo che dovremmo descrivere in ultima istanza come trasformazione del mondo entro il quale veniva fatto il lavoro scientifico."

Indubitabile il parallelismo fra la prospettiva schmittiana, nel giuridico, e le più tarde riflessioni di Kuhn, quale epistemologo e studioso del metodo scientifico. Nomos è la forza giuridica

non mediata dalla legge, un evento storico costitutivo capace di imprimere significato all'epoca, trascendendo la legalità della mera legge.

Fonte della legittimazione non della mera legalità. Il Nomos è, quindi, il nucleo storico degli elementi fondanti una nuova dimensione del giuridico, non riferentesi ad una specifica comunità, ma all'umanità per un'intera epoca storica. Domandarsi come cambia il diritto in conseguenza della globalizzazione, dell'avvento dell'informatica, delle biotecnologie e della manipolabilità tecnica del bios umano significa farsi domande che attengono al Nomos e non al diritto, il mutamento del nomos è il mutamento del paradigma giuridico di un'intera epoca, a fronte del quale la rivoluzione è il mutamento di un regime politico di una specifica comunità. La Grundnorm è, sempre, ma più che mai nel tempo presente, trascesa dal Nomos.

Le politiche costituzionali nazionali sono condizionate dal tempo della rivoluzione spaziale, dalla dimensione sovranazionale che muove la logica fondamentale del diritto nella contemporaneità.

Occorre quindi individuare la causa primaria dalla quale tutte le altre cause sono mosse nella dinamica giuridica e questo lo si può fare solo innalzando lo sguardo dalla Grundnorm al Nomos quale chiave per interpretare i mutamenti del mondo della società dell'informazione, che si organizza e si struttura, nel tempo presente, secondo il paradigma della connessione. Un dover essere di carattere così generale si afferma solo in relazione all'affermazione di nuove tecniche e tali sono l'informatica e le

biotecnologie. La globalizzazione come dato di fatto fa il resto. Certo c'è da chiedersi se non sia vagamente raggelante la prospettiva del deperimento delle Grundnormen, delle diverse costituzioni nazionali, quale straordinaria esperienza, che nel secondo dopoguerra, ha, in Occidente, permesso il fiorire di un'esperienza unica di tutela dei diritti umani e di maturazione democratica.

E ciò in favore di una prospettiva vaga, nella quale il Nomos è individuato paradigma tecnico della connessione (alla rete, al mondo globalizzato), nella quale il diritto costituzionale, tutto intero, è revocato in dubbio laddove non vi sia più spazio per la tutela dei diritti costituzionali ed il rispetto delle procedure democratiche nel mondo globalizzato.

Vi saranno sempre più in futuro Insiders ed Outsiders (o per usare le parole di Primo Levi, Sommersi e Salvati), soggettività capaci di connettersi alla globalizzazione e soggettività alla deriva.

La Grundnorm basata sul principio di eguaglianza sostanziale è messa a rischio. D'altra parte la stessa Grundnorm come è noto, nello stesso interno movimento del pensiero kelseniano, è collegata all'effettività,[14] esiste come principio logico, ma anche come norma posta se effettivamente vigente. La validità quindi si risolve, in ultima analisi, secondo un canone realistico, in effettività e l'essenza del mondo giuridico effettivamente vigente è espressa dal Nomos del tempo presente, collegato al paradigma della rete e della connessione.

[14] Cfr. MOTTA, *Kelsen ed il Leviatano,* Palermo, 2006.

Si esiste in quanto si è connessi, in quanto si comunica, in quanto si vive nella dimensione del mercato globalizzato. La Grundnorm nazionale non vive isolata, vive affiancata da altre grundnormen, nel costituzionalismo multilivello e tutte insieme, stanno, nell'epoca dei mercati finanziari e della crisi globale che mette sotto scacco di debiti pubblici degli Stati sovrani e le condizioni di sostenibilità del Welfare State e degli stessi diritti sociali, solo in quanto il Nomos del tempo presente lo consenta.[15]

In sostanza vi è una crisi del diritto, come lo abbiamo conosciuto, a partire dal sorgere, nel secondo dopoguerra, delle costituzioni di seconda generazione. L'equilibrio allora raggiunto appare insidiato nelle sue certezze da mutamenti economici, sociali e culturali e colonizzato da una scienza economica, a sua volta messa fuori giuoco dal processi di cambiamento dei paradigmi tecnici in atto. Forse il chiudersi delle prospettive allora aperte e l'addensarsi dei pericoli agevoleranno ad un certo punto il cambio di passo, la nascita del diritto globale (diritto dell'economia globale, diritto del lavoro globale, grammatica minima comune dei diritti umani) consentendo quindi di evitare la distruzione del fondamento stesso del costituzionalismo moderno (che deve il suo deperire all'intreccio fra la sua storia e la storia dello Stato

[15] E' forse per questo che la ricetta "Marchionne" (meno diritti in cambio della permanenza del posto di lavoro, accompagnata da discreti aumenti economici) non conosce repliche persuasive,in Europa, da parte dei rappresentanti del mondo del lavoro, incapace di proporre e declinare, in modo convincente con metodo riformista, le nuove condizioni dello Stato sociale pluriclasse e gli ambiti sovranazionali di una nuovo dimensione del "politico" che, a tutela del lavoro, ispirata da universalismo ed internazionalismo, detti le nuove regole di tutela del lavoro nel mondo globalizzato e dominato dalle grandi imprese. Cfr. PESSI, *Economia e diritto del lavoro,* relazione del 9 marzo 2006 tenuta a Venezia alla Università Cà Foscari.

Nazione), rifondandolo in altra dimensione spaziale (ma quanto lontani siamo da tale meta).

Comunque il compito degli europei, in questa fase storica, non è dissimile dal compito degli antichi greci, lasciare un testamento spirituale, impedire che "il mondo di ieri" (che non è più la civiltà borghese di S. Zweig ma la società pluriclasse di M. S. Giannini) sia distrutto senza lasciare che i tratti di nobiltà di spirito che lo connotavano (democrazia come sistema di pesi e contrappesi, tutela dei diritti umani, spazi di autonomia per l'individuo) siano perduti per sempre nell'urto con le nuove forze produttive scaturenti dalla moderna tecnica. Non casualmente dette forze produttive, le nuove classi dirigenti globali sono situate nei paesi emergenti, connotati da ambienti istituzionali spesso autocratici ove è consentita maggiore produttività (per effetto delle ridotte tutele del lavoro), maggiore accumulazione di capitale (fiscalmente meno controllato) maggiore libertà di ricerca (essendo consentito alla tecnica di operare indisturbata le sue rivoluzioni al riparo dai vincoli costituiti dalle norme etiche, morali o religiose).

10. Sotto la spinta di queste forze matura il divorzio fra democrazie e diritti umani, forse non è possibile salvare entrambe, forse esse devono divorziare perché i diritti umani, tradotti in forme elementari della grammatica giuridica globale prossima ventura, possano sopravvivere.

O forse la democrazia può conoscere una nuova fioritura, anche nelle dimensioni locali e nazionali, accettando la logica

della connessione ad altri ordinamenti che altrove, nella dimensione sovranazionale, si strutturano secondo il paradigma della rete (è la prospettiva – feconda ma ancora confusa - del costituzionalismo multi-livello). Ortino propone di considerare separatamente i principi della democrazia – come base di legittimazione del potere politico ed i principi che tutelano i diritti fondamentali dell'uomo, convinto che il venire meno di un aspetto (la democrazia) trascini nell'oblio anche l'altro. Ciò che emerge nei primi decenni di rivoluzione dell'informazione è l'aumento delle disparità economiche all'interno e tra gli Stati. Conviene dar voce all'autore: "Il venir meno del ruolo centrale degli Stati nazionali e l'impossibilità di costruire livelli di governo transnazionale in base al principio democratico di legittimazione del potere (nel modo almeno in cui è stato realizzato nei due secoli passati dagli Stati nazionali di derivazione liberale) mettono in discussione la stessa concezione della rappresentanza politica, e quindi la stessa praticabilità di questi modelli di governo"[16]. Si tratta di una conclusione poco confortante. L'uguaglianza sostanziale è a rischio, si premia la capacità di collegarsi alla rete globale e la capacità di prefigurare, nella propria dimensione esistenziale, l'uomo simbiotico, flessibile, liquido-moderno. La tecnica si rivela l'essenza stessa – disumanizzante se non stabilizzata (ancora il mito di Prometeo) – dell'uomo.

Sono ancora attuali, in un certo senso, le parole di Marx: "il risultato di tutte le nostre scoperte e del nostro progresso sembra essere che le forze materiali vengono dotate di vita spirituale e

[16] Cfr. ORTINO, *La struttura delle rivoluzioni economiche*, cit., p. 711.

l'esistenza umana avvilita a forza materiale". Tale critica, tuttavia, ha un senso diverso, non essendo più il capitalismo ma la tecnica padrona della storia, il rischio da cui proteggere l'uomo non è dato dal prevalere di una classe sociale ma dell'indiscriminata logica del mercato[17] in modo tale che l'approdo dell'umanesimo sia alla fine niente altro che un vuoto funzionalismo.

Il compito futuro dei giuristi è il governo giuridico della tecnica (per quanto ciò possa sembrare un controsenso a Severino che tratta il diritto alla stregua di una tecnica come un'altra), ciò sarà possibile a condizione che torni la politica-democratica, come luogo della decisione e non solo della sua rappresentazione.

Giancarlo Montedoro
Consigliere di stato
Docente di Diritto Pubblico
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

[17] Logica che porta in rilievo veri e propri comitati d'affari descritti dal New York Times (su cui cfr. SCALFARI, *La cupola di nove banche contro l'euro,* in La Repubblica del 19 dicembre 2010).

L'INNOVAZIONE DELLE REGOLE BANCARIE E FINANZIARIE NEL RICORDO DI TRENT'ANNI DI INSEGNAMENTO*

ABSTRACT: *In his last lecture as a professor at the Luiss G. Carli University of Rome, the author goes back over the milestones of thirty years of teaching. This paper describes the principal reforms and normative changes which have been made to financial and banking rules; in particular, from the first Banking Laws (especially the Banking Law of 1993) to the recent "framework of global regulators", characterized by Community and international acts (the MiFID Directive, the Basle Accords and the "de Larosière Report" on financial supervision), the credibility of market participants in terms of reputation and integrity has been regarded as being a fundamental principle of correct regulation. In this context, it is possible to argue that the way to achieving a harmonised system of financial markets inevitably presupposes a strong structure of self-regulation in terms of right behaviours and actions; in this light, intermediaries' actions determine the profitability of the securities market, while helping to increase or reduce the credibility of the firm together with the investor protection that is fundamental for two reasons, namely market confidence and the maintenance of consumers' trust.*

1. Oggi, come tutti sapete, è per me un giorno speciale per l'appuntamento che ci vede riuniti per la mia ultima lezione da professore della LUISS.

E' mia consuetudine concludere l'anno accademico ripercorrendo le tappe del programma svolto, sì da consentire agli studenti una visione sistematica delle tematiche trattate e, dunque, predisporli al meglio nell'approfondimento di studio che necessita per la preparazione degli esami. Nella lezione odierna non voglio discostarmi da questa consolidata tradizione; nel riportare la mia esposizione agli eventi che hanno caratterizzato l'arco temporale (della durata di trent'anni) del mio insegnamento in questa

* Testo della lezione tenuta, nell'Università LUISS G. Carli, il 15 dicembre 2010 al termine del corso d'insegnamento dell'anno accademico 2010 - 2011.

Università, tenterò di tracciare uno *spaccato* dell'evoluzione legislativa in materia bancaria e finanziaria. Mi dovrebbe essere consentita, per tal via, a fronte di una sintesi sistematica degli argomenti trattati nel corso, una proiezione d'analisi sugli interventi normativi che nell'ultimo biennio sono stati adottati a livello globale.

2. Sono entrato nell'Università LUISS - G. Carli nell'anno accademico 1979-80 in un momento storico caratterizzato, sul piano economico, da una forte inflazione e, per quanto riguarda la regolazione della materia finanziaria, da un sistema normativo ancorato al regime vincolistico riveniente dalla disciplina speciale bancaria adottata nel nostro Paese negli anni trenta del secolo scorso. L'Italia, all'epoca, era dunque impedita nello sviluppo per un verso dai condizionamenti connessi alla ricerca di limiti all'espansione della base monetaria, per altro dal *gap* determinato dalla arretratezza della nostra regolazione rispetto a quella di altri più progrediti membri della Comunità europea.

Con riguardo al primo profilo d'analisi, le indagini condotte dagli studiosi trovavano adeguata espressione negli studi elaborati in sedi e contesti variegati, studi ai quali grazie all'invito mossomi da Guido Carli ebbi modo di partecipare anche io, realizzando con tale insigne protagonista della storia economica del nostro Paese una ricerca su "Inflazione e ordinamento giuridico". Fu chiaro nel disegno a fondamento di questo lavoro che l'obiettivo di contrastare il fenomeno inflazionistico ed attenuarne le conseguenze negative poteva essere perseguito solo attraverso una revisione delle regole concernenti i rapporti economici,

compresi quelli di lavoro dipendente nonché apprestando idonee difese "contro le diseguaglianze suscitate dall'inflazione", come lo stesso Carli tenne a sottolineare nell'introduzione dell'opera.

Tale convincimento era avvalorato dai cambiamenti del nostro sistema disciplinare, recati dal recepimento delle numerose direttive CEE orientate alla logica del mercato. Il processo d'integrazione economica europea si poneva, infatti, quale elemento catalizzatore di modifiche della nostra regolazione in materia finanziaria; con esso finalmente sarebbe stato introdotto nel nostro ordinamento finanziario un sistema concorrenziale, con ovvio superamento del regime vincolistico (che, già sul finire degli anni settanta, era stato guardato criticamente nelle stesse Relazioni della Banca d'Italia).

Ed invero, ciò si verificò soprattutto grazie all'applicazione del principio del *mutuo riconoscimento*, introdotto dalla seconda direttiva banche (dir. n. 646 del 1989). Quest'ultima diede corso ad una concorrenza tra i sistemi normativi europei, che portò all'ampliamento della nostra nozione di attività bancaria, cui si pervenne, peraltro, solo dopo la liberalizzazione dell'accesso all'esercizio della stessa. Più precisamente, i cambiamenti normativi che, sul finire degli anni ottanta, innovarono la nostra legislazione di settore erano orientati ad una obiettivizzazione delle forme di controllo; sicchè, a fronte di una riduzione dei poteri discrezionali delle autorità di settore, la nuova regolazione raccordava la stabilità dell'ordinamento finanziario al rispetto di parametri operativi, nonché di requisiti di onorabilità e professionalità

degli esponenti bancari e dei soggetti partecipanti al capitale delle imprese intermediatrici.

3. Detto rinnovamento del sistema disciplinare si svolse all'insegna di una *deregolamentazione*, cui si ricollegava l'adozione, per un verso, di meccanismi di autoregolamentazione, per altro di significative forme di privatizzazione (volte a rendere di più generale fruibilità i vantaggi dello schema societario). L'esigenza di dar conto degli *input* che provenivano dalla realtà economico-finanziaria disciplinata interagiva, a livello generale, sul *dogma della statualità del diritto*; ciò determinava una incrinatura di quest'ultimo, cui faceva riscontro il ricorso sempre più frequente a forme di regolamentazione extrastatuale, i cui vantaggi per vero erano stati segnalati dalla dottrina giuridica fin dagli inizi degli anni sessanta del novecento.

Nel solco di tale processo di delegificazione, ampiamente utilizzato in ambito bancario, si innesterà la legge n. 241 del 1990, la quale nella materia in esame ha dato il via ad una collaborazione tra P.A. e privati, che si svilupperà sempre più nel tempo fino alle recenti indicazioni normative della c.d. legge sul risparmio (la legge n. 262 del 2005). L'espressa legittimazione, di cui quest'ultima è portatrice, di atti regolamentari e generali adottati «previa consultazione degli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati» dà spazio a costruzioni disciplinari fondate sulla *partecipazione* degli appartenenti all'ordinamento finanziario, individuando per tal via un modello di formazione delle regole in-

centrato sulla «condivisione-coordinamento degli interessi» pubblici e privati.

Si è addivenuti, per tal via, ad una modifica del sistema delle fonti, preordinata alla ricerca di nuovi equilibri fra esigenze diverse: dal conseguimento di più elevati livelli di trasparenza, alla censura di modi arbitrari ovvero di forme autoritarie nell'interpretazione dell'esistente.

4. L'altro significativo aspetto del rinnovamento, come ho già accennato, è costituito dalle privatizzazioni delle banche, che ha trovato espressione nelle statuizioni della cd. Legge Amato (l. n. 218 del 1990), prima, della legge Ciampi (d. lgs. n. 153 del 1999), dopo.

Al riguardo necessita premettere che, alla fine degli anni ottanta del novecento, l'affermazione di una logica di vigilanza volta ad esaltare la funzione garantistica del patrimonio faceva guardare con perplessità alla permanenza di assetti strutturali bancari di tipo pubblicistico. Si spiega così la ragione per cui l'esigenza di forme di pronta capitalizzazione, unitamente all'opportunità di fruire della trasparenza propria dei meccanismi societari, indusse il legislatore italiano ad una modifica di fondo della morfologia del sistema bancario, che agli inizi degli anni novanta del novecento era caratterizzato dalla prevalente presenza di enti pubblici creditizi. Si addivenne, in tal modo, ad una privatizzazione che, in origine, fu solo formale; essa diventerà sostanziale solo quando prevarrà il convincimento che detta modalità organizzatoria della soggettività bancaria dovesse ritenersi indispensabile presupposto

della realtà di mercato, di una effettiva possibilità di dar corso ad un sistema concorrenziale.

La «strana» storia delle fondazioni bancarie (l'espressione è di Giorgio Oppo) caratterizzò le vicende legislative dell'ultimo decennio del secolo scorso. Prescindendo da taluni emendamenti alla legge Ciampi (che proponevano di allineare la disciplina delle fondazioni bancarie alle innovazioni recate dalla legge cost. n. 3 del 2001 di modifica del titolo V della Cost.) disattesi dalla Corte Costituzionale (sent. 29 sett. 2003, n. 301), può dirsi che l'inquadramento delle fondazioni nel *non profit* e la loro piena e totale separazione dalle società bancarie derivate fu a base del relativo inserimento in una realtà mirata ad un equilibrato rapporto tra economia di mercato e tutela dei diritti sociali.

Da sottolineare, inoltre, che la n. 218 del 1990 segnò una svolta rispetto al passato anche grazie ad un'altra innovazione disciplinare, riguardante ugualmente la morfologia degli appartenenti al settore finanziario.

Mi riferisco al riconoscimento, sul piano giuridico, del «gruppo creditizio», già definito dalla scienza economica come struttura di aggregazione tra più imprese; più in particolare, la cd. legge Amato puntualizzò la costruzione di quest'ultimo alla stregua di formula di raccordo tra più imprese facenti capo ad una *direzione unitaria,* donde l'esercizio di un comune indirizzo gestionale (fondato sulla nozione di «controllo societario», riconducibile vuoi a quello di diritto, vuoi alla cd. influenza dominante). Si diede il via così ad una apertura operativa degli enti creditizi di dimensioni crescenti; si superarono, nel contempo, i limiti del

controllo sul fenomeno del cd. parabancario, consistente nell'assunzione del controllo, da parte delle banche, di società finanziarie o strumentali, le une e le altre funzionali (in assenza del riconoscimento della realtà di gruppo) all'ampliamento della relativa attività.

5. La privatizzazione degli appartenenti al settore fu seguita dall'emanazione del testo unico bancario nel quale trovano compendio le innovazioni normative recate dal processo di integrazione economica europea. Pur lasciando inalterato il modello interventistico pubblico previgente - che fondava il rapporto tra le autorità di vertice del settore su una relazione di *direzione politica - amministrazione* -, il TUB innovò decisamente lo schema della vigilanza sugli intermediari. Alle forme di controllo *strutturale*, caratterizzato da un regime di autorizzazioni, si sostituirono quelle *prudenziali,* che riconducevano alla osservanza di alcune regole la solvibilità delle banche. Vennero, inoltre, individuate le specifiche finalità dell'azione di vigilanza ricondotte alla stabilità, efficienza e competitività dei relativi destinatari e, più in generale, al principio della «sana e prudente gestione», criterio di convergenza dei requisiti degli intermediari che intendono operare e svilupparsi in un mercato concorrenziale.

E' evidente come il TUB abbia comportato un ridimensionamento della discrezionalità dell'autorità di supervisione, tenuta a recepire le indicazioni contenute nelle leggi di principio ed a indicare i mezzi tecnici più appropriati per il raggiungimento dei fini di cui sopra si è detto. La previsione di puntuali obiettivi ne-

gli interventi di vigilanza fece, poi, venir meno l'*indeterminatezza* di scopi che in precedenza ne aveva contraddistinto l'essenza; cessò, nel contempo, quel carattere di *neutralità* che nel passato ne aveva legittimato l'utilizzo in chiave antinflazionistica, donde l'ovvia critica di un «uso distorto» dei relativi poteri sollevata dalla dottrina.

6. Si è in presenza, peraltro, di una riforma che tenne conto degli assetti delle banche previsti nel primo accordo di Basilea del 1988, nel quale si ricollegava al rispetto di determinati coefficienti patrimoniali, alla qualità dell'attivo delle banche ed al livello degli accantonamenti (di cui queste possono disporre) il mantenimento di una situazione di stabilità. La riferibilità a requisiti patrimoniali minimi fa, dunque, da catalizzatore nel limitare i rischi dell'attività, la cui gestione viene ai medesimi correlata, fermo il potere-dovere degli organi della società bancaria di valutarne autonomamente la portata.

In tale linea evolutiva il successivo accordo di Basilea 2 non rappresenterà soltanto un aggiornamento dei meccanismi di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale, bensì l'occasione per ridefinire il complesso degli interventi di vigilanza, fondandone l'essenza sui noti tre «pilastri» rappresentati dai requisiti suddetti, dal controllo prudenziale *in subiecta materia* e dalla disciplina del mercato. È evidente come, in presenza di un sistema disciplinare preordinato alla identificazione delle tecniche di attenuazione del rischio di credito, l'intento del regolatore si sia

orientato verso previsioni che rendessero l'utilizzo di strumenti di prevenzione a fini prudenziali il più esteso possibile.

L'intervento di vigilanza, in tale contesto, risulta prevalentemente volto ad ascrivere funzione determinante al capitale, che viene quindi posto al centro delle valutazioni cui fare riferimento per assicurare la *sana* e *prudente* gestione degli intermediari bancari. Saranno gli eventi degli anni successivi - e, soprattutto, le crisi dei due Banchi Meridionali intervenute a metà degli anni novanta (crisi dovute a fattori di cattiva gestione, retaggio di un'opacità operativa connessa all'originario carattere pubblicistico di tali enti creditizi) - a confermare l'importanza di un'azione di vigilanza tesa a rafforzando «i presidi del sistema bancario e finanziario», unica difesa di fronte all'emersione di nuovi rischi.

Si spiegano, quindi, le tecniche di supervisione adottate per l'appunto col recepimento dell'Accordo di Basilea 2; questo ha recato un'innovazione dei criteri di misurazione dei rischi e, più in generale, ha introdotto modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali idonee ad assicurare stabilità ai mercati, evitando cioè «disparità di condizioni concorrenziali tra banche e tra paesi». In particolare, appaiono significativi l'allargamento della nozione di *rischio di credito* (estesa a ricomprendere fatti che vanno ad di là dell'insolvenza della controparte), la puntuale definizione dei *rischi di mercato* e dei *rischi operativi,* misure tutte che consentono di controbilanciare le perdite da inadeguatezza o da disfunzione di procedure, risorse umane, sistemi interni, spese legali, ecc.

La validità di siffatta azione di vigilanza è stata messa a dura prova nei tempi recenti. Ed invero, gli eventi di crisi, di cui di-

rò in appresso, hanno evidenziato che la libertà degli operatori nell'effettuare scelte organizzative correlate al contenimento dei rischi si è spesso risolta in una frammentazione delle tecniche utilizzate; da qui la difficoltà di adottare interventi di supervisione ugualmente efficaci per tutti gli appartenenti al settore (sì come, del resto, sembra evincersi dalle affermazioni dello stesso Organo di controllo). Si è avuta chiara la percezione che le banche possono incorrere in situazioni patologiche nonostante il rispetto dei gravosi vincoli di adeguatezza patrimoniale posti da Basilea II.

Per di più, a ben considerare, l'adesione alle prescrizioni stabilite dalle Autorità di vigilanza nazionali in attuazione dell'Accordo in parola sono assurte - in un momento di difficoltà operativa - a presupposto di ulteriori impedimenti alle possibilità di ripresa del sistema.

Consegue la necessità, da più parti prospettata in letteratura, di innovare ulteriormente i contenuti della regolamentazione prudenziale emanata dalle autorità di settore. Si delinea, quindi, una prospettiva nella quale la normativa dovrà porre peculiare attenzione alla «qualità» del cd. patrimonio di vigilanza, alle modalità tecniche di copertura dei rischi e di rafforzamento dei requisiti (in particolare: a fronte del rischio di controparte), al contenimento del grado di leva finanziaria del sistema, alla riduzione della *prociclicità* della regolamentazione suddetta; a ciò aggiungansi l'esigenza di adottare specifiche misure con riguardo ai presidi da assumere per fronteggiare i rischi di liquidità.

Nella indicata direzione vanno gli interventi disciplinari introdotti da Basilea 3 sostanzialmente restrittivi dell'operatività

degli intermediari; donde le valutazioni critiche mosse da questi ultimi che - nonostante la prevista gradualità della entrata in vigore dei provvedimenti di cui trattasi - hanno espresso *preoccupazioni* in ordine alle possibili implicazioni negative sulla offerta di credito alle imprese. Ancora una volta necessita procedere ricercando un razionale punto di equilibrio tra la tendenza ad un maggior rigore della regolazione e l'esigenza di evitare agli operatori aggravi (*rectius*: eccessi) nella sottoposizione a controlli che ne inficiano l'autonomia e, dunque, ledono la logica di mercato.

7. La disamina dei processi innovativi succedutisi nell'arco temporale in osservazione non può tralasciare di far riferimento alle modifiche della regolamentazione del mercato dei capitali e del sistema borsistico. Anche queste ultime si ricollegano al processo di integrazione economica europea che - nel determinare un ampliamento dei mercati grazie al rilascio del c.d. passaporto europeo (previsto dalla direttiva n. 1993/22/CEE) per le società d'intermediazione finanziaria - ha innovato la disciplina dei mercati di strumenti finanziari.

Come a metà degli anni novanta - commentando le disposizioni del d. lgs. n. 415 del 1996 in un volume da me curato - ebbe a sottolineare Mario Draghi, si è passati «da un'architettura istituzionale centrata sulla natura pubblicistica dei mercati e sulla forte presenza delle autorità nei processi di regolamentazione e organizzazione ... al moderno concetto di mercato-impresa, autogestito dagli stessi utenti attraverso gli organi di apposite società

di gestione». E' evidente come l'affermazione di un «modello privato» (espressione di una logica di autoregolamentazione), esaltando il senso di responsabilità degli appartenenti all'ordinamento finanziario, era preordinato a sollecitare l'adozione di linee comportamentali volte a garantire la trasparenza e la correttezza degli intermediari.

Si determinano le premesse di un'etica dell'autodisciplina volta al superamento delle difficoltà connesse ad un sistema di controlli pubblici unico garante della stabilità del mercato finanziario; trova, altresì, spazio l'orientamento che si propone di educare i risparmiatori-investitori per accrescere la cultura finanziaria e, dunque, la consapevolezza dei rischi assumibili sul mercato.

L'opzione per le forme di privatizzazione, quale nuova via per lo sviluppo dei mercati finanziari, venne poi confermata dalla normativa del TUF (d. lgs. n. 58 del 1998). Quest'ultimo - nel dedicare prevalente attenzione alla disciplina dei mercati regolamentati e non anche ai sistemi di negoziazione a questi alternativi - evidenziò, peraltro, una limitata capacità nel saper intravedere le possibilità di sviluppo consentite dall'applicazione delle tecnologie informatiche. Saranno le innovazioni recate dalla direttiva n. 2004/39/CE cd. MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) e dalla relativa normativa di recepimento (decreto lgs. n. 164 del 2007) a segnare una svolta nella regolazione dei mercati finanziari, ora orientata ad offrire un più elevato livello di protezione rispetto al passato. Ciò in quanto tale normativa si è fatta portatrice di meccanismi concorrenziali che identificano nel pluralismo degli assetti operativi (*mercati regolamentati, internaliz-*

zatori sistematici ed *ATS*) e nelle garanzie di una più accentuata trasparenza dell'*agere* (accompagnata da opportune forme di *reporting* alle autorità di controllo) il giusto rimedio per assicurare «l'effettiva integrazione dei mercati ... degli Stati membri, per rafforzare l'efficacia del processo globale di formazione dei prezzi degli strumenti rappresentativi del capitale e per favorire il rispetto effettivo dell'obbligo di esecuzione alle condizioni migliori» (*considerando* n. 44).

La MiFID, inoltre, ha spostato il baricentro del controllo sugli intermediari finanziari, innovando la sua precedente allocazione. Ed invero, tale normativa tiene conto del fatto che il riconoscimento di posizioni di maggiore responsabilità dei soggetti abilitati (ora più direttamente coinvolti nel conseguimento dell'obiettivo di un'adeguata salvaguardia degli investitori) è espressione di una più ampia autodeterminazione dei medesimi, ravvisabile vuoi nella definizione del relativo ambito operativo, vuoi nella predisposizione di misure tecniche ed organizzative reputate idonee in vista dell'indicata finalità di tutela.

Da ultimo, va segnalato che, al presente, il testo dell'art. 5 t.u.f., come modificato dal decreto lgs. n. 164 del 2007, al comma primo, individua come obiettivo della vigilanza sulle attività finanziarie la salvaguardia della *fiducia* nel sistema, che si aggiunge alle finalità di *tutela* degli investitori, di *stabilità* e di buon *funzionamento* del settore, oltre che di *competitività* di quest'ultimo. È evidente come il legislatore europeo si mostri pienamente consapevole del fatto che, nel mercato globalizzato dei beni, dei servizi e della finanza, la logica concorrenziale im-

pone un crescente impegno dell'azione di vigilanza per il recupero di quella componente del mercato - la «fiducia» - che, da tempo, la scienza economica ha indicato come fondamentale per lo sviluppo dello stesso e che la scienza giuridica ha posto a base dell'«affidamento», che è a garanzia degli interessi coinvolti nelle relazioni intersoggettive.

8. L'esigenza di far fronte alle problematiche originate da una concorrenza sempre più estesa, da una integrazione europea non priva di difficoltà e dagli effetti della globalizzazione, agli inizi del millennio, ha indotto l'autorità di controllo ad un ripensamento dei metodi di intervento e, dunque, dei contenuti dell'attività di regolazione, provvedimentale ed ispettiva. Trova affermazione il convincimento che la revisione delle tecniche di vigilanza debba avvenire nel quadro di un rinnovato rapporto tra imprese intermediarie, soggetti investitori e mercato.

In tale ordine logico assume specifico rilievo la considerazione secondo cui le possibilità di crescita dimensionale dei sistemi economici sono legate non tanto, come per il passato, al ruolo subalterno degli intermediari, bensì all'affermazione di un paradigma strutturale che ne ampli le possibilità operative, svincolandole dalla presenza di limiti restrittivi. Si delinea una prospettiva nella quale si tende alla predisposizione di regole che siano in grado di assicurare il più elevato livello possibile di efficienza tecnico-operativa, quale si ritiene indispensabile di fronte all'accelerazione dei processi di integrazione delle reti, dei sistemi informatici e delle strutture organizzative.

Da qui la peculiare configurazione assunta dall'intervento pubblico che è chiamato ad assolvere una funzione non protesa all'accertamento del mero rispetto delle regole (e, quindi, destinata ad esaurirsi in un riscontro della *legittimità* dell'*agere*), bensì rivolta alla «predeterminazione delle condizioni» che rendono possibile elevati livelli di governo d'impresa, l'incremento della trasparenza, la prevenzione delle pratiche fraudolente e scorrette.

E' evidente come l'azione di vigilanza venga, per tal via, a collocarsi a monte di un processo produttivo che - andando al di là della realizzazione degli interessi degli azionisti (*shareholders*) e del contemperamento tra questi ultimi e quelli dei terzi coinvolti dall'attività della società (*stakeholders*) - si propone soprattutto di favorire la fiducia degli investitori e, dunque, il buon funzionamento del mercato.

In tale contesto, viene ritenuto pienamente coerente col *quadro prudenziale*, disposto dal legislatore, un'azione di vigilanza che sia finalizzata ad assicurare che i soggetti abilitati si muniscano di apparati idonei a garantire un effettivo miglioramento dei processi aziendali attraverso un approccio integrato al tema del *governo societario* e dell'aderenza alla regolazione finanziaria. Verificare, nel continuo, l'interazione tra regole di *governance* e gestione dei rischi diviene, quindi, compito specifico dell'organo di controllo: ad esso si raccorda la buona gestione societaria, che si qualifica non solo perché sollecita l'efficienza e la competitività, ma perché sa individuare gli strumenti adeguati ad incentivare l'utilizzo di procedure idonee alla gestione dei rischi (riducendone gli effetti ovvero eliminandoli) e, dunque, è in gra-

do di ottemperare alle condizioni poste dalla normativa per tutelare i risparmiatori e gli investitori.

Ciò consente di ascrivere all'organo di controllo un ruolo che trova espressione nei contenuti della normativa secondaria che da esso promana. L'azione di vigilanza s'inserisce, quindi, nel processo dinamico che coinvolge l'organizzazione aziendale fissando un modello (che potremmo dire *astratto* sotto il profilo formale) che viene trasfuso nella regola, alla quale dovranno, poi, conformarsi i singoli intermediari.

Nel contempo, a livello di normativa primaria la legge n. 262 del 2005 esprime il convincimento secondo cui, in un moderno mercato, non si giustifica la mancata applicazione di un modello di «vigilanza per funzioni», nel quale la molteplicità di obiettivi che l'attività di supervisione si prefigge è demandata ad autorità diverse, ognuna competente per profili specifici.

Successivamente, proseguendo in tale ordine logico, la MiFID disegna una costruzione disciplinare nella quale il criterio ordinatore di una «vigilanza per funzioni» trova consacrazione a livello legislativo nella previsione di appositi meccanismi di coordinamento e di puntuale raccordo nella azione di controllo che fa capo alle diverse autorità che, con competenze diverse, hanno poteri di intervento sui mercati finanziari. Ciò, lasciando peraltro immutata nel nostro ordinamento la riferibilità ad un *modello misto*, che il nostro legislatore ha tentato nel tempo di rimuovere con taluni d.d.l. rimasti purtroppo senza riscontro positivo.

9. La promozione di un progresso economico e sociale sostenibile ha trovato nella realizzazione della *moneta unica* il fondamento di uno schema progettuale idoneo al conseguimento di detta finalità. Infatti, nella logica relazionale a base del Trattato di Maastricht, la coesione tra i paesi che partecipano all'Eurosistema avrebbe dovuto consentire forme di cooperazione e di apertura operativa in grado di superare le divergenze economiche riscontrabili tra gli Stati membri ed avviare a soluzione i problemi posti dal diverso grado di interdipendenza tra i medesimi.

E' indubbio che il meccanismo della moneta unica ha massimizzato i vantaggi del mercato comune: l'eliminazione dei costi di conversione e di copertura dei rischi di cambio ha facilitato, infatti, i movimenti di capitali, delle merci e delle persone, con conseguente incremento della concorrenza. A ciò aggiungasi l'ulteriore dato positivo riveniente dal raccordo delle realtà economiche dei diversi partecipanti ad una moneta che, essendo adottata in una vasta area geografica altamente industrializzata, ha in sé i presupposti per assumere significativo rilievo negli scambi internazionali, divenendo valuta di riserva sui mercati finanziari.

Non può tralasciarsi di considerare, peraltro, che - a fronte di delicati problemi d'interpretazione giuridica (connessi alla traslazione della *sovranità monetaria* ad un'autorità tecnica europea) e di valutazione economica (delle difficoltà incontrate dai Paesi membri in relazione ai vincoli imposti dal cd. patto di stabilità) - l'Eurosistema ha mostrato chiari limiti, soprattutto in rela-

zione alla carenza di una coesione necessaria per superare momenti di crisi, come quello che ora stiamo attraversando. Ne sono riprova la disparità di vedute tra i paesi membri (soprattutto tra quelli occidentali ed orientali) in ordine alle possibili soluzioni da adottare nella prospettiva di interventi volti a consentire l'uscita dalle «secche» nelle quali è certo il naufragio.

Si individuano i presupposti per nuovi significativi cambiamenti della regolazione della materia in esame, sui quali mi soffermerò qui di seguito.

10. I risultati del lungo processo di evoluzione normativa che aveva portato, agli inizi del millennio, il sistema finanziario a fruire di regole che avrebbero dovuto assicurare piena stabilità ed ampie possibilità di sviluppo, come ho avuto modo di anticipare, sono stati messi in crisi dalle gravi «turbolenze finanziarie» che si sono abbattute sul pianeta a partire dalla fine del 2007 e che, tutt'ora, sembrano non ancora avviate a definitivo superamento.

Prescindendo da ogni valutazione sull'epicentro della crisi e sull'effetto *domino* che - in un contesto globale - ha consentito l'espansione delle sue conseguenze oltre l'ambito originario della stessa, va qui detto che da essa è derivata la necessità di sottoporre a rivisitazione l'intero apparato disciplinare che, nei diversi Paesi, regola la materia bancaria e finanziaria. La crisi ha coinvolto, inoltre, i meccanismi di coordinamento tra le autorità di supervisione; sono emersi i limiti dell'attuale sistema di vigilanza prudenziale, atteso che le differenziazioni normative - e, dunque, la diversa ampiezza delle reti di protezione - sono state cause di

un'insufficiente capacità degli Stati nel contrastare le forme degenerative della finanza (e la conseguente recessione economica) recate dai menzionati eventi patologici.

Ne è derivata l'esigenza di una revisione integrale dei meccanismi di vigilanza. A fronte di una innovativa formula propositiva delle regole che fa capo ad un *framework* di *global regulators* (tra i quali ha assunto, nel tempo, una posizione di primario rilievo il *Financial Stability Board*), a livello regionale europeo ha trovato affermazione una nuova architettura di vertice dell'ordinamento finanziario. Sulla base di puntuali indicazioni rappresentate da un gruppo di esperti, presieduto da J. de Larosiere, è stato disegnato un quadro delle forme di supervisione europee, al centro del quale è posto un organismo - il Consiglio europeo per il rischio sistemico (*ESRC*), con a capo il Presidente della BCE - incaricato di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici. Affianca tale organismo il Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza Finanziaria (*ESFS*), consistente in una rete di autorità nazionali che cooperano con tre nuove autorità europee (*EBA*, *EIOPA* ed *ESA*) al fine di salvaguardare la solidità finanziaria delle singole imprese finanziarie e proteggere gli investitori.

Appare evidente come tale struttura, che nasce sulle ceneri di un contesto comitologico che ha dato cattiva prova di sé, potrà funzionare solo se ed in quanto le indicazioni disciplinari da essa formulate trovino adeguato riscontro in sede politica.

Di ciò appare consapevole la stessa Commissione, che sul punto ha tenuto a ribadire il necessario coordinamento tra le auto-

rità suddette e quelle politiche dell'UE, in vista dello sviluppo di «una cultura di vigilanza comune ... sensibile agli interessi di tutti gli Stati membri».

Consegue la mutata prospettiva in cui deve esser valutato l'intervento pubblico nei confronti degli appartenenti al settore finanziario. Viene in considerazione, in primo luogo, la significativa novità rappresentata dal riconoscimento alla BCE di una posizione di preminenza nella definizione delle politiche di vigilanza, laddove - ad avviso della prevalente dottrina - in precedenza la medesima doveva ritenersi esclusa vuoi dal trattato di Maastricht (che ad essa conferiva poteri meramente consultivi), vuoi dal suo stesso statuto. Sotto altro profilo, con riguardo al nostro Paese, va tenuto presente il sostanziale svuotamento della riferibilità politica nell'azione di vigilanza al CICR. Ed invero, il vertice del nuovo complesso autoritativo dell'ordinamento finanziario europeo appare orientato all'assunzione di compiti di controllo di ampiezza tale da essere sostitutivi delle forme di indirizzo politico.

A fronte di siffatta realtà normativa, non possono sottacersi le perplessità rivenienti dalle attuali condizioni economico-finanziari di una significativa parte degli Stati membri.

La recente crisi della Grecia ed il pericolo che un'analoga situazione di difficoltà investa anche altri anelli deboli della catena europea (Portogallo, Irlanda e Spagna) fa riflettere su un possibile stato di *eurosclerosi* e, dunque, riaccende i timori legati ad un *euroscetticismo* mai sopito in alcuni Paesi membri, peraltro alimentato dalle affermazioni formulate dalla Corte Costituziona-

le tedesca di considerare la Comunità europea solo un'unione economica e giammai politica.

Ritornano alla mente i dubbi espressi da molti studiosi all'indomani dell'introduzione dell'euro, allorché venne ravvisata nella esistenza di politiche fiscali differenziate tra i vari Stati membri e nel mancato raggiungimento di una piena convergenza economica le cause di un difficile procedere dell'UE. Ancora una volta il miraggio di un'unione politica assurge ad ineludibile presupposto per il conseguimento degli obiettivi di cui stiamo parlando.

11. Alla luce delle considerazioni sin qui esposte, l'individuazione di nuove aree di ricerca in campo giuridico - economico sembra debba aver riguardo, in primo luogo, agli effetti dei cambiamenti dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo, sì come testé sono stati evidenziati.

Altro profilo d'indagine attiene di certo alla identificazione di congrue modalità organizzative degli intermediari finanziari, adottate nel riferimento ai nuovi canoni della *governance* societaria ed ai più recenti modelli di controllo interno (ed in particolare alle funzioni di *compliance*, *risk management* ed *internal audit*). E ciò, soprattutto in vista di una ottimale correlazione tra dimensione patrimoniale dell'impresa finanziaria e capacità operativa dell'ente finanziario, evitando dunque che siano effettuati interventi sul mercato non adeguatamente supportati dalla propria consistenza economica.

Venendo, da ultimo, alla valutazione dei profili privatistici del rapporto intermediari - investitori, l'analisi dovrà proseguire sul filone degli elementi integrativi della «fattispecie contratto».

Questa ultima dovrà essere esaminata non solo nella sua funzione di canale di trasmissione di informazioni al mercato, ma anche con riferimento all'assunzione di un più elevato senso di responsabilità delle parti negoziali. In altri termini, la ricerca - a seguito delle indicazioni rivenienti dal notevole contenzioso giudiziario in materia bancaria e finanziaria che ha caratterizzato gli anni più recenti - dovrà tendere sia alla valorizzazione del ruolo fondamentale che il contratto svolge nel superamento delle *asimmetrie informative* che si oppongono ad una realtà di uguaglianza delle parti negoziali (e, dunque, incidono negativamente sul sinallagma che è alla base del loro rapporto), sia ad un maggior approfondimento dei profili di responsabilità di queste ultime, avendo presente la necessità di incentivare comportamenti ispirati a criteri di buona fede e diligenza da parte dell'intermediario ed alla consapevolezza dei contenuti delle scelte di investimento effettuate da parte della clientela.

12. A questo punto avrei terminato la mia lezione, ma non voglio accomiatarmi da voi senza ringraziarvi per essere stati con me in quest'anno accademico, assecondando la mia passione per l'insegnamento, che come ho già avuto occasione di dirvi considero un «atto d'amore».

Vi ho più volte fatto presente in questi nostri incontri che mi reputo una persona molto fortunata perche mi è stato concesso

dalla vita di svolgere un lavoro che non mi ha mai recato sensi di intolleranza, ma al contrario mi ha dato solo piacere, gratificazioni, gioia; un lavoro che mi ha consentito di vivere *l'ansia della ricerca* nell'approfondimento delle tematiche affrontate in centinaia di saggi, in numerosi libri, una ricerca che ha contrassegnato le mie abitudini di vita, nella continuità di una dedizione allo studio spesso iniziato *ante lucem* e terminato in tarda notte; un lavoro che mi ha fatto desiderare l'incontro con voi per offrirvi la mia disponibilità, il mio consiglio, il poco o il tanto di sapere accumulato in decenni di letture, di riflessioni; un lavoro che - nel corso delle lezioni - mi ha fatto ricevere dai vostri sguardi, dall'assenso che da questi veniva la migliore ricompensa ai miei sforzi, il più ambito riconoscimento cui ogni docente deve tendere.

Come sapete oggi è giorno di *commiato*, ma non di *addii*. L'ineludibile trascorrere del tempo, il raggiungimento di un traguardo anagrafico che - per la nostra Luiss - ha fatto ritenere improrogabile la cessazione del mio rapporto di lavoro, non mi ha impedito di cercare e trovare - al di fuori di essa - una nuova sede accademica nella quale continuare a coltivare la passione che - come ho scritto nella prefazione di un mio libro - «alimenta e consuma la mia vita»; una sede universitaria nella quale potrete trovare ancora il vostro professore ad attendervi per offrirvi, come ha sempre fatto, la sua disponibilità.

Continuare a fare con determinazione *per sempre ed oltre* le cose nelle quali crediamo è il messaggio che voglio lasciarvi.

Mi piace ricordarvi, inoltre, che il mio legame con la Luiss resta fermo nel tempo grazie all'attività di una Fondazione Onlus

da me costituita al suo interno, con lo scopo di promuovere la ricerca e di consentire a giovani meritevoli e bisognosi la possibilità di fruire (beneficiando di borse di studio) dei vantaggi di un centro di formazione che ha carattere d'eccellenza.

Ecco, ora avrei proprio finito il mio dire e vi saluto tutti con un forte abbraccio.

Francesco Capriglione

I

CORTE DI CASSAZIONE

12 ottobre 2009, n. 21590

Spese giudiziali civili - Responsabilità aggravata - Totale soccombenza - Necessità

La responsabilità aggravata ex art. 96 cod. proc. civ. integra una particolare forma di responsabilità processuale a carico della parte soccombente che abbia agito o resistito in giudizio con mala fede o colpa grave, con la conseguenza che non può farsi luogo all'amplificazione di detta norma quando non sussista il requisito della totale soccombenza per essersi verificata soccombenza reciproca.

(Art. 96 c.p.c.; l. 69 del 2009)

[Omissis…]

La Corte Suprema di Cassazione, Sezione Seconda, composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Dott. ROVELLI Luigi Antonio - Presidente

Dott. ODDO Massimo - Consigliere

Dott. TROMBETTA Francesca - Consigliere

Dott. PETITTI Stefano - rel. Consigliere

Dott. GIUSTI Alberto - Consigliere

ha pronunciato la seguente:

SENTENZA

sul ricorso proposto da [...] avverso la sentenza della Corte d'appello di Torino n. 132/04 depositata il 24 gennaio 2004; udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 4 marzo 2009 dal Consigliere relatore Dott. Stefano Petitti; [...] udito il P.M., in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. FEDELI Massimo, che ha chiesto il rigetto del ricorso.

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con ricorso in data 28 ottobre 1980, [...] ricorreva al Presidente del Tribunale di Torino, nella sua qualità di figlia naturale di [...] - tale riconosciuta in forza di sentenza del Tribunale di Torino del 28 gennaio 1980 - chiedendo l'accertamento dei propri diritti ereditari e la divisione del patrimonio in vita appartenuto al defunto padre naturale e, in conseguenza, la condanna di [...], vedova [...], di [...] e di [...] al rilascio dei beni ereditari che le spettavano. Chiedeva il sequestro giudiziario degli immobili ricomprasi nella massa ereditaria. Il Presidente del Tribunale autorizzava il sequestro con ordinanza del 1 aprile 1981.

Quindi, con atto di citazione notificato il 12 maggio 1981, [...l'attore...] conveniva davanti al Tribunale di Torino le perso-

ne suindicate, per ivi sentir dichiarare la convalida del sequestro e, nel merito, per rivendicare ex artt. 566 e 581 c.c., quale figlia naturale, la quota di eredità paterna pari ai 2/9 dell'intero, oltre a quanto fatto oggetto di legati nel testamento del defunto, con consequenziale riconoscimento della qualità di erede e condanna dei convenuti al rilascio della quota dei beni a lei spettante, con accessori, interessi e risarcimento dei danni.

I convenuti, costituitisi, resistevano alle domande. Con sentenza non definitiva del 29 settembre 1984, il Tribunale di Torino convalidava il sequestro e riconosceva che alla attrice spettava una quota pari ai 2/9 dell'eredità di [...].

Proponevano appello i coeredi [...] e l'impugnazione veniva respinta dalla Corte d'appello di Torino. La causa di primo grado proseguiva con la nomina del custode dei beni ereditari, al quale veniva affidato anche l'incarico di una consulenza tecnica d'ufficio per l'accertamento dei beni di proprietà del defunto e per la predisposizione di un progetto di divisione. [...]

Con sentenza non definitiva in data 16 dicembre 1999, il Tribunale di Torino disponeva lo scioglimento della comunione esistente tra le parti, con assegnazione all'attrice della quota di 2/9; attribuiva alla medesima attrice alcune parti degli immobili compresi nell'asse; revocava il sequestro giudiziario; rimetteva le parti davanti al G.I. per l'approvazione del rendiconto; differiva la liquidazione delle spese legali alla pronuncia definitiva.

In data 28 ottobre 2000, [...] depositava istanza di sospensione della causa ex art. 295 c.p.c., sulla quale provvedeva il Presidente; con ordinanza in data 22 febbraio 2001, il 6.1. approvava il

rendiconto e invitava le parti a precisare le conclusioni; con ordinanza in data 29 marzo 2001, il G.I. assegnava le rendite ai coeredi in misura delle rispettive quote.

Con sentenza depositata il 12 luglio 2001, il Tribunale di Torino respingeva la richiesta di parte convenuta di dichiarare irricevibile o improcedibile o inammissibile l'istanza di sospensione; dichiarava inammissibile la domanda risarcitoria proposta dall'attrice; dichiarava interamente compensate tra le parti le spese del giudizio; poneva le spese di ctu e di custodia a carico dell'attrice per metà e a carico dei convenuti per la restante metà.

Proponeva appello [...] e, nella resistenza degli appellati, la Corte d'appello di Torino, con sentenza depositata il 24 gennaio 2004, definitivamente pronunciando, in parziale accoglimento dell'appello e in parziale riforma della sentenza di primo grado n. 6206 del 2001, poneva le spese di consulenza tecnica e di custodia, a titolo definitivo, a carico della massa ereditaria e quindi a carico di ciascun erede in proporzione alla rispettiva quota; condannava [...] al pagamento di 1/5 delle spese del giudizio di appello, dichiarando compensati i restanti 4/5. [...] Quanto poi alla domanda di danno da mancata liquidazione delle spese di causa, la stessa risultava incomprensibile se proposta dinnanzi al Giudice che doveva procedere alla emanazione della sentenza definitiva e a regolamentare le spese dell'intero procedimento.

In realtà, osservava la Corte territoriale, l'appellante parlava impropriamente di danni con riferimento alle spese e impropriamente si lamentava di una mancata liquidazione che non poteva essere anticipata in una sentenza non definitiva, mentre le altre voci avrebbero al più potuto essere dedotte ai sensi dell'art. 96 c.p.c.;

ma una tale domanda non era stata formulata dall'appellante, che non aveva censurato la sentenza di primo grado per violazione dell'art. 96 c.p.c.. [...]

Per la cassazione di questa decisione ricorre [...]; resistono, con controricorso, [...] e [...] Fiore.

MOTIVI DELLA DECISIONE

[...] Con riferimento alle statuizioni contenute nella sentenza impugnata quanto al primo motivo di appello, la ricorrente ribadisce la piena legittimità delle proprie conclusioni definitive assunte nell'udienza del 17 maggio 2001, dal momento che le stesse non contenevano variazioni rispetto a quelle assunte sin dall'atto introduttivo, ma unicamente la quantificazione delle spese e dei danni patiti per la mancata liquidazione delle spese relative alla sentenza parziale n. 3426 del 1984; spese e danni in relazione ai quali soltanto ella aveva chiesto la rivalutazione monetaria a far data dalla sentenza del 1984 (e non già dal 13 novembre 1975, come affermato dalla Corte d'appello). Non si comprenderebbe quindi, ad avviso della ricorrente, come la Corte d'appello possa avere, da un lato, dato ragione al giudice di primo grado, che aveva indebitamente circoscritto la materia del contendere, e, dall'altro, affermato che le conclusioni da essa formulate erano legittime e non integravano una *mutatio libelli*.

La ricorrente censura inoltre l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui la domanda relativa alla mancata statuizione sulle spese della sentenza del 1984 sarebbe stata incomprensibile in quanto proposta al giudice che ex art. 91 c.p.c., doveva regolare le spese dell'intero procedimento.

Ed ancora, la ricorrente critica l'affermazione della sentenza impugnata secondo cui in sede di giudizio di appello ella avrebbe parlato impropriamente di danni, laddove la questione era solo quella delle spese processuali. La domanda infatti riguardava sia le spese processuali che i danni conseguenti alla mancata liquidazione delle spese relative alla sentenza del 1984. Il fatto che la liquidazione di tali spese sia avvenuta a distanza di 18 anni circa dalla pronuncia di quella sentenza, passata in giudicato, violerebbe i precetti in tema di ragionevole durata del processo; nel merito, la ricorrente ribadisce poi il proprio pieno diritto alla liquidazione di quelle spese e al riconoscimento dei danni ex art. 96 c.p.c., che pure ella aveva sin dall'inizio richiesto mediante la formulazione di una domanda di "risarcimento del danno come per legge", specificando la propria domanda alla prima udienza di precisazione delle conclusioni con il riferimento all'art. 96 c.p.c., e quantificandolo infine nelle conclusioni in data 17 maggio 2001. Irrilevante sarebbe poi il fatto che nell'atto di gravame la sentenza di primo grado non era stata censurata per violazione dell'art. 96 c.p.c., essendo il giudice tenuto a riconoscere alla parte un diritto ove ne sussistano i presupposti, a prescindere dalla esatta indicazione della norma in base alla quale quel diritto sarebbe sorto; del resto, il danno ex art. 96 c.p.c., ben poteva essere liquidato d'ufficio dal giudice, essendo stata provata la malafede delle controparti.

Il motivo è in parte infondato e in parte inammissibile.

Una volta chiarito che la cognizione del Tribunale, prima, e della Corte d'appello, poi, era limitata unicamente alle spese del giudizio, la pretesa della ricorrente di vedersi riconosciuti danni per la

mancata liquidazione delle spese relativamente alla domanda sulla quale era intervenuta una statuizione non definitiva, ancorché passata in giudicato (sentenza del 1984), prescindendo dall'esito complessivo della lite, appare priva di fondamento. Invero, la regolamentazione delle spese del giudizio nel corso del quale sia stata emessa una sentenza non definitiva compete al giudice dinnanzi al quale la causa prosegue, potendosi solo procedere alla regolamentazione delle spese del giudizio di appello sulla sentenza non definitiva, in applicazione del principio per cui "in tema di spese processuali, il giudice di secondo grado che in via definitiva decida sull'appello avverso una sentenza non definitiva esaurisce con la sua pronuncia l'ambito del *thema decidendum* chiudendo il processo davanti a sè e, pertanto, non può rimettere ad una pronuncia definitiva la liquidazione delle spese, ma deve provvedere sulle sole spese del giudizio di secondo grado, restando quelle di primo grado affidate al giudice di primo grado con la pronuncia della sentenza definitiva" (Cass., n. 7662 del 1987; Cass., n. 10333 del 1993). Risulta quindi evidente come nessun addebito possa essere mosso alla sentenza impugnata nella parte in cui ha disatteso le censure con le quali la ricorrente aveva impugnato la sentenza del Tribunale dolendosi del fatto che non erano state liquidate le spese inerenti alla sentenza non definitiva del 1984. Una simile statuizione andava adottata dal giudice cui era demandata l'adozione della sentenza definitiva, ed è appunto ciò che è avvenuto nella specie; senza che, giova ribadirlo, rilevi la circostanza che, per effetto di varie statuizioni intervenute nel corso

del giudizio, la sentenza definitiva abbia avuto ad oggetto solo la questione delle spese del giudizio e di consulenza tecnica.

Quanto poi al rilievo secondo cui la Corte d'appello avrebbe ritenuto incomprensibili le ragioni di una censura rivolta al giudice che avrebbe dovuto adottare la richiesta statuizione, appare evidente che la Corte d'appello ha inteso affermare che la questione delle spese era stata proposta nella sede propria al momento della definizione del giudizio e quindi non aveva senso dolersi della mancata liquidazione in occasione della precedente sentenza non definitiva. Quanto alla censura concernente la qualificazione delle spese come danni e, in particolare, la domanda ex art. 96 c.p.c., il motivo appare infondato, nella parte in cui sembra ipotizzare che il giudice possa decidere su una domanda di responsabilità aggravata ritenendola inclusa nella generica richiesta di risarcimento danni proposta dalla parte.

La domanda di responsabilità aggravata, invero, risulta caratterizzata da una propria *causa petendi*, che deve essere specificata dalla parte che intende ottenere la relativa condanna della controparte. Deve quindi escludersi che la stessa possa essere compresa nella generica richiesta di risarcimento danni proposta dalla parte.

Il motivo è invece inammissibile nella parte in cui la sentenza impugnata viene impugnata assumendosi che la domanda di responsabilità aggravata era stata proposta al momento della precisazione delle conclusioni sulle quali è intervenuta la sentenza n. 9484 del 1999; conclusioni che la ricorrente assume di avere richiamato in quelle formulate dinnanzi al Tribunale in data 17 maggio 2001, ma delle quali non riproduce nel ricorso il testo,

limitandosi alla generica affermazione di avere in quella occasione menzionato l'art. 96 c.p.c..

Nè, a ben vedere, la ricorrente censura adeguatamente la sentenza impugnata laddove la stessa ha escluso che, con l'atto di appello, l'appellante abbia dedotto la violazione dell'art. 96 c.p.c., giacché le deduzioni della ricorrente sul punto, da un lato, denotano la genericità della pretesa, e, dall'altro, dimostrano come una simile domanda non sia in realtà stata proposta in primo grado, erroneamente invocandosi l'applicazione del principio iura novit curia e l'obbligo del giudice di provvedere alla liquidazione del danno anche d'ufficio.

Da ultimo, giova sottolineare che, in ogni caso, non risulta idoneamente censurata l'ulteriore argomentazione, di per sé idonea a sorreggere la reiezione del motivo di gravame, secondo cui l'esito del giudizio sarebbe stato di per sè sufficiente ad escludere la fondatezza della domanda ex art. 96 c.p.c.. Invero, la ricorrente incentra le proprie doglianze sulla pretesa esistenza della malafede processuale della controparte, della quale la Corte d'appello ha incidentalmente affermato la mancanza di prova, ma omette di considerare che l'esito di complessiva soccombenza reciproca non avrebbe comunque consentito la stessa configurabilità della fattispecie di cui all'art. 96 c.p.c.. In proposito, è sufficiente ricordare che, secondo la giurisprudenza di questa Corte, "la responsabilità aggravata ex art. 96 c.p.c., integra una particolare forma di responsabilità processuale a carico della parte soccombente che abbia agito o resistito in giudizio con malafede o colpa grave, con la conseguenza che non può farsi luogo all'applicazione di detta

norma quando non sussista il requisito della totale soccombenza per essersi verificata soccombenza reciproca" (Cass., n. 3035 del 2001; Cass., n. 16057 del 2002).

Con un ulteriore motivo, la ricorrente censura la sentenza della Corte d'appello per quanto da essa affermato in ordine al secondo motivo di appello, concernente le spese da essa ricorrente sostenute per il pagamento delle parcelle dell'Avv. [...]. In particolare viene criticata la condivisione, da parte della sentenza di appello, della statuizione di inammissibilità della relativa domanda contenuta nella sentenza del Tribunale; così come viene criticata la esclusione, da parte della Corte d'appello, del nesso causale tra il pagamento delle parcelle richieste dall'Avv. [...] e la condotta processuale dei convenuti.

Il motivo è infondato.

La Corte d'appello ha infatti rilevato che il Tribunale ha esaminato la questione delle parcelle dell'Avv. [...] come una voce e un problema a sé stante, diverso da quello relativo alla reiterazione della domanda risarcitoria avanzata dalla parte attrice e già definita con la sentenza non definitiva del 1999. In tale affermazione del Tribunale la Corte d'appello non ha ravvisato la denunciata contraddittorietà, sostenuta dalla ricorrente sul rilievo che il medesimo Tribunale aveva affermato di non poter riesaminare domande precluse dalla decisione parziale. In sostanza, la Corte d'appello ha rilevato che il Tribunale, da un lato, ha escluso di poter esaminare la domanda risarcitoria proposta dalla ricorrente, perché già rigettata dalla precedente sentenza non definitiva; dall'altro, ha comunque esaminato le pretese della ricorrente rela-

tive alle parcelle dell'Avv. [...], e ha ritenuto che tali pretese esorbitassero dal *thema decidendum*.

In tale contesto, la sentenza impugnata si sottrae alle proposte censure, le quali attengono prevalentemente al merito della domanda. Invero, o le pretese relative alle parcelle dell'Avv. [...] costituivano una voce delle spese processuali, ed allora in relazione ad esse non era configurabile un'autonoma posizione soggettiva della parte; ovvero le dette spese costituivano oggetto di una richiesta di danni, ed allora il rilievo secondo cui le domande risarcitorie della ricorrente erano già state rigettate dal Tribunale con la seconda sentenza non definitiva è sufficiente ad escludere che il Tribunale potesse esaminarle in occasione della sentenza definitiva. Con il quarto motivo di ricorso, la ricorrente censura la sentenza impugnata nella parte in cui ha confermato la decisione del Tribunale in punto compensazione delle spese del giudizio di primo grado. Tutta la vicenda processuale, osserva la ricorrente, denotava come la responsabilità della lite fosse ascrivibile alla condotta delle controparti e come quindi queste a-vrebbero dovuto essere condannate alla rifusione delle spese, quanto meno con riferimento alla sentenza del 1984, con la quale essa ricorrente era stata dichiarata erede legittima del defunto [...] a tutti gli effetti. In sostanza, sostiene la ricorrente, non si era in presenza di una situazione di soccombenza reciproca e il Tribunale, prima, e la Corte d'appello, poi, avevano proceduto ad una ricognizione sommaria e inadeguata della posizione delle parti con riferimento alle domande dalle stesse proposte. In particolare, né il Tribunale né la Corte d'appello avrebbero tenuto conto della sentenza del

1984 e della chiara soccombenza in essa delle controparti. La ricorrente ribadisce poi che l'unica cosa che Tribunale e Corte d'appello avrebbero dovuto fare era quella di sospendere il giudizio in attesa della pronuncia della Corte di cassazione, investita delle impugnazioni relative alle numerose sentenze intervenute nel procedimento, dal momento che solo all'esito del giudizio di cassazione si poteva avere un quadro chiaro della posizione delle parti e della soccombenza. La ricorrente censura poi la sentenza d'appello per avere escluso che la perdita di atti processuali potesse essere addebitata alle controparti e per avere escluso la rilevanza del fatto che queste ultime avevano sostenuto un minor onere di spese processuali perché [...] aveva avuto la possibilità di difendersi personalmente. La ricorrente critica anche la decisione in punto, ripartizione delle spese di ctu e di custodia, osservando che tali spese avrebbero dovuto essere poste interamente a carico delle controparti. Per quanto attiene al rigetto del motivo di gravame con il quale era stata censurata la statuizione di compensazione integrale delle spese del giudizio di primo grado, ritiene il Collegio che la sentenza impugnata si sottragga alle proposte censure. La Corte d'appello ha infatti rilevato che il Tribunale ha complessivamente valutato le domande proposte sin dall'inizio dalle parti; ha quindi rilevato che il Tribunale ha motivatamente ritenuto che, pur vertendosi in un giudizio di divisione, dovesse operare il principio della soccombenza e che sussistessero le condizioni di reciprocità giustificatrici di una totale compensazione delle spese di lite. La Corte d'appello ha, in particolare, sottolineato la correttezza della valutazione effettuata dal Tribunale, scaturita da uno sguardo d'insieme e globale sulla complessa e arti-

colatissima controversia, tenendo conto quindi anche della vittoria riportata dalla ricorrente sulla questione dell'accertamento della sua qualità di erede, che ha consentito di temperare il criterio del calcolo algebrico delle poste di vittoria e di soccombenza delle varie parti sulle singole domande, che sarebbe stato certamente più penalizzante per la ricorrente stessa. La Corte d'appello ha anche tenuto conto della decisione assunta in sede di gravame sulla sentenza non definitiva del 1999 e ha ritenuto che la parziale riforma di quest'ultima non abbia inciso sulla valutazione globale della posizione delle parti ai fini della individuazione della soccombenza e della determinazione in punto spese del giudizio.

Non sussiste, quindi, la denunciata violazione di legge, giacché la Corte d'appello ha ritenuto che il Tribunale abbia fatto corretta applicazione del principio secondo cui "il criterio della soccombenza di cui all'art. 91 c.p.c., al fine della determinazione dell'onere delle spese processuali, non si fraziona secondo l'esito delle varie fasi del giudizio, ma va riferito unitariamente all'esito finale della lite, senza che rilevi che in qualche fase o grado la parte poi soccombente abbia conseguito un esito per sè favorevole" (Cass., n. 4778 del 2004; Cass., n. 18353 del 2005).

Non sussiste, peraltro, neanche il denunciato vizio di motivazione. Le censure che la ricorrente prospetta con riferimento alla motivazione con la quale la Corte d'appello ha ritenuto di dover confermare la statuizione del Tribunale di compensazione delle spese del giudizio, infatti, non evidenziano lacune o illogicità della sentenza impugnata, ma si risolvono in una critica al merito della decisione adottata dal giudice d'appello e nella richiesta di

un diverso apprezzamento delle circostanze già valutate da quel giudice, il che non è consentito in sede di legittimità. In particolare, la ricorrente evidenzia l'esito positivo delle proprie domande, ma omette del tutto di considerare che il Tribunale, prima, e la Corte d'appello, poi, la hanno ritenuta soccombente in relazione ad una ulteriore serie di pretese.

Secondo la giurisprudenza di questa Corte, del resto, "Esula dal sindacato di legittimità e rientra nei poteri discrezionali del giudice di merito la valutazione della opportunità della compensazione, totale o parziale, delle spese processuali, essendo la statuizione sulle spese adottata dal giudice di merito sindacabile in sede di legittimità nei soli casi di violazione del divieto, posto dall'art. 91 c.p.c., di porre anche parzialmente le spese a carico della parte vittoriosa o nel caso di compensazione delle spese stesse fra le parti adottata con motivazione illogica o erronea" (Cass., n. 3272 del 2001).

[...] In conclusione, il ricorso deve essere rigettato, con conseguente condanna della ricorrente, in applicazione del principio della soccombenza, al pagamento delle spese del giudizio di legittimità, liquidate nella misura indicata in dispositivo.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso; condanna la ricorrente al pagamento delle spese del giudizio di legittimità, che liquida in Euro 6.700,00, di cui Euro 6.500,00 per onorari, oltre spese generali e accessori di legge.

Così deciso in Roma, nella Camera di consiglio della Sezione Seconda Civile della Corte Suprema di Cassazione, il 4 marzo 2009.

Depositato in Cancelleria il 12 ottobre 2009.

DIRITTO ED ECONOMIA DEI MEZZI PROCESSUALI.

(*azione e resistenza* temeraria)

1. La sentenza in epigrafe segna l'epilogo di una vicenda processuale iniziata nel 1980, risolta con condanna dei convenuti che si erano opposti alla definizione dei diritti ereditari della ricorrente. Particolarmente significativo è il decorso di un ampio lasso di tempo (trent'anni) tra il momento della proposizione della domanda e quello del completamento dell'*iter* procedurale. Tale circostanza fattuale comporta implicazioni di tutto rilievo sia sul piano del rapporto che è intercorso tra le parti in causa, sia su quello dei possibili effetti macroeconomici ascrivibili all'assunzione di una linea comportamentale non corretta in sede giudiziaria.

Per quanto concerne il primo aspetto d'indagine, non sembra sufficiente a mitigare il risultato negativo connesso alla predetta lungaggine processuale la presenza di una provvedimento non definitivo del 1999 (che attribuiva alla ricorrente alcuni beni ricompresi nell'asse ereditario); di tal che si registra un irragionevole ritardo nella liquidazione delle spese processuali avvenuta dopo diciotto anni dalla pronuncia della sentenza cui afferiscono.

Con riguardo, poi, alle ulteriori conseguenze di carattere sociale desumibili dal giudicato in esame, queste - come si tenterà di dimostrare in seguito - si individuano nella sostanziale inversione dei meccanismi di razionalità economica che dovrebbero regolare il buon andamento del mercato e, per tal via, lo sviluppo generale del Paese. Conferente in tal senso è la riferibilità, per un

verso, al dispendio di risorse di finanza pubblica, per altro alla contrazione dei livelli quantitativi di spesa, in termini di consumo e di circolazione della ricchezza.

2. A ben considerare, la fattispecie in esame offre lo spunto per l'approfondimento dei limiti che tutt'ora circoscrivono l' utilizzo dei mezzi processuali. Rileva, in proposito, il condizionamento nella determinazione ad agire riveniente dalla possibilità di un abuso del diritto di resistere in giudizio; abuso talora indotto dalla consapevolezza di essere in presenza di un sistema disciplinare caratterizzato da esigua tutela avverso le ipotesi di «difesa temeraria» (attivate al mero scopo di *guadagnare* qualche anno prima di corrispondere all'attore il dovuto, come di recente un giudice di merito ha sottolineato in un caso analogo a quello di cui si discute[1]).

Per converso, è frequente nel nostro sistema giudiziario l'eventualità di *giuste* richieste processuali penalizzate da *incaute* resistenze, fondate su argomentazioni difensive labili o ancorate a tesi prive di riscontri in termini di fatto o di diritto.[2] Detta realtà giuridica è supportata - come testé si è sottolineato - dalla remota possibilità di una condanna del convenuto al risarcimento del danno, che - ove riconosciuto - è per solito di contenuta entità ovvero ricondotto nei limiti della mera corresponsione degli inte-

[1] A tale riguardo si richiama la posizione del Tribunale di Roma, che - in una recente sentenza del giorno 11 gennaio 2010 - si è soffermato a criticare la «manifesta infondatezza» delle eccezioni sollevate, ravvisando «una grave violazione del corrispondente diritto di azione della controparte, anch'esso tutelato dagli artt. 24 e 111 della Costituzione e dall'art. 6 Cedu».

[2] La valutazione di temerarietà è rimessa all'insindacabile valutazione del giudice di merito (v. C 95/2475, 92/126)

ressi legali.[3] Ciò, a prescindere dal fatto che necessita, comunque, la proposizione di un'apposita istanza per ottenere il riconoscimento di un eventuale danno; istanza caratterizzata da una specifica *causa petendi* e, quindi, collegata all'esercizio di una azione che si pone come ulteriore rispetto a quella che ha avviato il procedimento.

Ed ancora, il contrasto di queste condotte non può esser rimesso unicamente alla perizia degli avvocati, certamente coinvolti sul piano della responsabilità professionale (stante il combinato disposto dell'art. 6 e dell'art. 36 del Codice di deontologia). Appare, infatti, chiaro che il divieto di iniziative in giudizio assunte con mala fede o colpa grave e di azioni inutilmente gravose si pone in sintonia con le esigenze di repressione (o meglio, di prevenzione) dell'abuso del processo in rapporto alla sua funzione sociale, rappresentando un limite del ministero difensivo.[4]

In tale contesto logico, i convenuti appaiono incentivati a valutare positivamente le lungaggini procedurali al fine di ottenere, a basso costo, una sorta di *moratoria* nei pagamenti dai medesimi dovuti e che, a buon diritto, vengono ad essi richiesti. Con-

---

[3] Rileva sul punto la considerazione secondo cui «il giudice non può liquidare il danno, neppure equitativamente, se dagli atti non risultino elementi atti ad identificarne concretamente l'esistenza»; v. Corte d'Appello di Roma, sentenza del 19 gennaio 2010 ove si evidenzia come un'impostazione siffatta abbia condotto ad un oblio della «responsabilità aggravata». La giurisprudenza ha dunque riconosciuto le difficoltà di fornire una dettagliata deduzione e prova del pregiudizio riveniente da una resistenza temeraria (v. C 92/6637, 90/4651).

In tale contesto, il ricorso alla formula equitativa, per un verso, risolve il problema della determinazione del dato quantitativo, per altro lascia ampi spazi alla discrezionalità del giudice, che potrà assestarsi su livelli inefficienti (per tali intesi quelli insufficienti a scoraggiare l'assunzione di posizioni difensive pretestuose).

Del pari, il riferimento ai parametri della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo si attesta su livelli minimali (ossia euro 1.000/1.500 per ogni anno di durata del processo stesso), v. Trib. Modena, sentenze del 28 maggio 2009, del 24 aprile 2009 e 2 febbraio 2007.

[4] Cfr. PERFETTI, *La deontologia delle funzioni giudiziarie. Un argine agli ab-usi del processo*, Brescia, 9 dicembre 2008, reperibile sul sito www.consiglionazionaleforense.it

siderazioni di tal genere - di certo non fondate su un'attenta ponderazione degli elementi di causa ed alla base di scelte *opportunistiche* - danno luogo al prevalere di condotte poco responsabili se non, addirittura, contrarie ai principi di civiltà giuridica e di etica pubblica accolti nel nostro ordinamento, principi in base ai quali deve negarsi legittimazione ad ogni forma di pretestuoso ricorso al Giudice.[5]

Sicché - indipendentemente da ogni possibile accertamento in ordine alla presenza di «mala fede» o «colpa grave» nelle determinazioni a base dell'*agere* processuale[6] - in tali fattispecie si versa in presenza di comportamenti che si riverberano a danno della collettività per molteplici ragioni. In primo luogo, va osservato che la temerarietà della difesa finisce - sul piano delle concretezze - con l'essere di ostacolo al corretto adempimento della funzione giurisdizionale da parte dello Stato: essa prolunga i tempi di risposta, frustrando le aspettative di attuazione dei diritti sostanziali lesi.

---

[5] L'esistenza di limite generale all'esercizio dei diritti attribuiti dall'ordinamento alla persona è tema ampiamente dibattuto, registrando sia posizioni di chiusura (cfr. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002, p. 276; SACCO, *L'esercizio e l'abuso del diritto*, in AA.VV., *Il diritto soggettivo*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2001, p. 373), sia talune aperture (cfr. NATOLI, *Note preliminari ad una teoria dell'abuso del diritto nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1958, 36).

Sul punto si vedano e conclusioni precisate da ALPA, *I principi generali*, in Tratt. *Iudica-Zatti*, Milano, 1993, p. 410; RESCIGNO, *L'abuso del diritto*, Bologna, 1998, p. 11; PATTI, voce *Abuso del diritto*, in *Dig. Disc. Priv.*, Sez. Civ., 1, Torino, 1987, p. 8; S. ROMANO, voce *Abuso del diritto*, in *Enc. Dir.*, 1, Milano, 1958, p. 170

[6] Elementi soggettivi riferibili, quanto al primo termine, alla conoscenza del proprio torto, nella consapevolezza dell'infondatezza dell'eccezione o, ancora, nella volontarietà di dar corso ad un abuso del diritto di difesa (cfr. MANDRIOLI, *Diritto Processuale Civile*, Torino, 2007, 1, p. 365; TARZIA, *Lineamenti del processo civile di cognizione*, Milano, 2007, p 272; SATTA, *Commentario al codice di procedura civile*, Milano, 1959, 1, p. 321; per un diverso approccio, si rinvia a SCARSELLI, *Le spese giudiziali civili*, Milano, 1998, p. 325 ss) e, quanto al secondo, alla diligenza (C 94/1592, C 07/24645), nonché alla prevedibilità delle conseguenze (cfr. MANDRIOLI, op. loc. cit.).

In giurisprudenza, v. C 79/1740; 74/2404

A conferma dei limiti della tutela riconosciuta nei casi di «difesa temeraria» rileva l'orientamento della Suprema Corte, nel provvedimento qui annotato. Quest'ultima ha, infatti, sottolineato che il giudice può riconoscere un risarcimento, a favore dell'attore, nel solo caso in cui sussistano i presupposti della soccombenza totale, dell'effettivo pregiudizio e dello specifico elemento soggettivo; fermo restando che il sistema della legge non prevede sanzioni di carattere generale avverso condotte della specie in osservazione. Da qui la conseguente evanescenza delle forme di contrasto all'abuso dei mezzi processuali attivati per finalità dilatatorie; problematica che si alimenta e, al contempo, trae vigore dalle attuali condizioni di difficoltà in cui versa il nostro sistema giudiziario a causa della ingente mole di un contenzioso tuttora inevaso.

Il riscontro di tale problematica alimenta il dibattito in ordine alle regole processuali disposte per la risoluzione dei casi di inadempimento di un diritto sostanziale; ciò, si ricollega alle autorevoli critiche che hanno interpretato le lungaggini dei procedimenti alla stregua di un fattore di depotenziamento dello sviluppo.[7] Viene, dunque, in evidenza il rapporto tra economia e processo civile;[8] in questo ambito, infatti, efficienza (della procedura) ed effettività (della tutela) costituiscono valori di riferimen-

---

[7] Cfr. DRAGHI, *Considerazioni finali per l'anno 2006*, Roma, 31 maggio 2007, pp. 11 - 12, cui fa riscontro ALPA, *Le considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia: molti argomenti di riflessione per l'avvocatura,* Roma, 1 giugno 2007, reperibile sul sito www.consiglionazionaleforense.it

[8] Cfr., sul punto, COSTANTINO, *Economia e processo: contributo alla definizione delle regole processuali nei conflitti economici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, I, p. 7 ss.

to che coniugano le esigenze del mercato con quelle proprie della giurisdizione (e, dunque, della sovranità statale).

3. *Da mihi factum, dabo tibi... tempus*; così modificato il noto brocardo riflette le condizioni attuali di una giustizia civile arenata nelle secche che spingono i cittadini, per un verso, ad una fuga dalla giurisdizione ordinaria,[9] per altro ad accettare inerti ingiuste turbative dei propri diritti; condizioni, entrambe, considerate meno onerose di un processo giurisdizionale.

Sul piano sociale, la vicenda in commento è indicativa di un paese nel quale alla perdita dei valori della giustizia consegue una perdita delle capacità di sviluppo[10].

Muovendo dalla considerazione che il dato temporale - o, più esattamente, l'effetto del relativo decorso - può influenzare le scelte (di agire e/o resistere in giudizio) delle parti in causa, può pervenirsi alla conclusione di trarre un beneficio economico dalla assunzione di resistenze temerarie.

In altri termini, in presenza di un arco temporale di significativo rilievo per la risoluzione della controversia, le valutazioni del convenuto non si soffermano sul calcolo delle probabilità di accoglimento della pretesa, nonché del valore dell'eventuale condanna e del costo dei servizi legali, ma si estende sino a tener

[9] E in particolare dalla cognizione piena; altri tentativi sono ancorati anche a valutazioni relative ai costi dei servizi legali; cfr. *Il costo dei servizi legali per le imprese*, Roma, 10 ottobre 2007, reperibile sul sito www.consiglionazionaleforense.it

[10] Sul piano gius-economico, va altresì considerato che le inefficienze in considerazione minano il senso degli assetti patrimoniali (rivenienti dalla definizione dei diritti di proprietà), ostacolano il corso degli effetti obbligatori (dell'attività contrattuale) e, al contempo, impediscono l'adozione di rimedi (rispetto a fatti civili illeciti). Ciò, in ragione del rapporto di strumentalità che pone in relazione la disciplina sostanziale con l'attività processuale.

conto delle aspettative d'inflazione monetaria (ovvero dell'andamento del *ciclo vitale*).[11]

Da qui l'eventualità di ritenere preferibile l'inadempimento, prima, e l'assunzione di una posizione giuridica infondata, poi, piuttosto che corrispondere il «dovuto». Tale opzione, ancorché razionale, conduce all'assunzione di una condotta che si pone in contrasto con i canoni di correttezza propri del nostro ordinamento giuridico. A fronte dell'*agere* del debitore, v'è una scelta del creditore (fondata sulla quantificazione del diritto sostanziale leso) vincolata dall'esistenza di un *effetto soglia* in ordine alla convenienza dell'azione.

Consegue un'evidente criticità delle ipotesi in cui detta valutazione porti alla desistenza dell'attore (connessa al limitato vantaggio di interventi per importi minimi), da cui discende la perdita del credito e, dunque, una contrazione della relativa capacità di consumo.

Quanto ai diritti azionati, il percorso giudiziario dà luogo - com'è noto - ad un'ovvia incertezza del credito ed al deferimento del pagamento ad una data futura. Ne risulta evidentemente condizionato il *piano di consumo* dell'attore, stante la subordinazione di quest'ultimo all'esito del processo ed alla funzione di utilità attesa.[12] In altri termini, nel sistema dell'economia comportamenta-

---

[11] Rileva, sul punto, l'azione di contrasto ai ritardi di pagamento quale strumento di tutela della concorrenza nel mercato comune; azione che ha trovato trasposizione nella direttiva 2000/35/CE, che si inserisce nel Piano d'azione per il mercato unico del 4 giugno 1997, nel quale si dava risalto al fatto che i ritardi di pagamento rappresentano un intralcio sempre più grave per il successo del mercato unico; cfr., per un caso di inadempimento, la sentenza della C.G.C.E., 3 aprile 2008, in *Banca borsa titoli di credito*, 2010, 11, p. 1 con nota di GRANDI.

[12] Cfr. VARIAN, *Microeconomia*, Venezia, 2007, p. 202 ss.

le, si produce una variazione negativa della domanda per effetto della percepita aleatorietà dei diritti in causa.[13]

Sotto altro profilo, va considerato che l'indebito beneficio (conseguito dal convenuto) ed il pregiudizio (che grava sull' attore) sono simmetrici e, dunque, la loro aggregazione non produce una preferenza sociale (al netto di ogni giudizio di tipo distributivo).[14] Per converso, una «resistenza temeraria» determina la produzione di costi di giustizia (sostenuti dallo Stato), cui si aggiungono l'affaticamento degli organi giurisdizionali e - come si è testé evidenziato - taluni effetti negativi in termini di consumo.

Se ne deduce l'esigenza di un intervento del legislatore volto a ripristinare un ordine processuale in grado di comporre l'interesse individuale con quello collettivo. Non v'è dubbio che l'ordinamento ha interesse a punire comportamenti siffatti, colpendo il convenuto con una sanzione *ulteriore* rispetto a quella oggetto della «responsabilità aggravata» (che, come detto, si risolve in termini di risarcimento del danno). Diversamente, in siffatto contesto, si allontana l'obiettivo - proprio delle regole di procedura - di minimizzare la somma dei costi sociali che assistono la definizione delle fattispecie poste all'attenzione del giudice.[15]

---

[13] Ciò, secondo i modelli proposti da DIAMOND e VARTIAINEN, *Behavioral Economics and Its Applications*, Princetom, 2007, p. 115 ove si fa esplicito riferimento al tema della *behavioral law and economics*.

[14] E ciò, anche in considerazione del «teorema dell'impossibilità», che dimostra l'inesistenza di una procedura di decisione collettiva in grado di soddisfare alcuni requisiti minimi per assumere scelte non arbitrarie; cfr. ARROW, *Social Choice and Individual Values,* Yale, 1970, p. 46 ss.

[15] Rileva, sul punto, la teoria di Coase in merito alla «*Legal definition of Rights*», intesa quale aspetto peculiare del problema dei cd. «*social costs*», Cfr. COASE, *The firm the market and the law*, Chicago, 1998, p. 95 ss e, in particolare, p. 119

4. Per concludere, la sentenza della Cassazione evidenzia un'area di debolezza del nostro processo civile; l'attenzione rivolta ai casi di «resistenza temeraria» si pone quale presupposto per una revisione del meccanismo di contrasto previsto dall'art. 96 c.p.c., in vista di obiettivi di efficienza (da perseguire attraverso un miglioramento dell'impianto procedurale esistente).

Tale prospettiva appare complementare alla riforma del processo civile introdotta con la l. 18 giugno 2009, n. 69, che affronta il problema della *lentezza delle controversie* e, dunque, si propone di affinare gli strumenti che non appaiono idonei allo scopo per il quale vennero originariamente predisposti.

Significativa, al riguardo, è l'introduzione di talune sanzioni processuali a carico di chi ritarda, con il proprio comportamento, la conclusione del processo; ed in particolare, la previsione della possibilità di condannare la parte soccombente al pagamento di una somma determinata in via equitativa (art. 96, comma terzo, c.p.c.).

Prescindendo da ogni valutazione in ordine alla eventuale incostituzionalità di tale innovazione normativa,[16] sembra tuttavia possibile rilevare la scarsa coerenza del ricorso all'istituto dei «danni punitivi processuali» con i canoni propri del diritto della economia. Ciò in quanto un meccanismo siffatto si risolve in una

---

[16] Cfr. ALPA, *Audizione avanti le Commissioni riunite Affari Costituzionali e Bilancio della Camera dei Deputati*, Roma, 25 marzo 2009, p. 1.

Per una prima applicazione della norma cfr. Trib. Varese, ord. 23 genaio 2010 ove si riconosce che la fattispecie sanzionatoria in considerazione è distante dalla struttura tipica dell'illecito civile, essendo riconducibile alle cd. «condanne punitive».

Sul punto, l'Associazione Nazionale Magistrati ha ritenuto condivisibili, nel merito, le disposizioni volte a contrastare l'uso dilatorio e l'abuso del processo (ed in particolare la disciplina sulla responsabilità aggravata; cfr. *L'ANM sulla riforma del processo civile*, 1° ottobre 2008, allegato ai lavori delle *Commissioni riunite Affari Costituzionali e Bilancio della Camera dei Deputati*, p. 15

formula sanzionatoria a favore dell'attore, laddove ben più congruo sarebbe riconoscere il risarcimento dei danni della resistenza temeraria in capo all'amministrazione giudiziaria (che, come si è detto, subisce l'*onere* di una resistenza temeraria). Tale impostazione logica trova ulteriore conferma nelle riflessioni della dottrina, che - nel far riferimento a modelli e funzioni tradizionali - non prendono in considerazione il danno effettivamente cagionato, ma l'incidenza sfavorevole della sanzione rispetto al destinatario.[17]

Valerio Lemma
Ricercatore di Diritto dell'economia
nell'Università G. Marconi di Roma

[17] Cfr. D'AGOSTINO, *Sanzione (teoria gen.)*, in Enc. Dir., Milano, 1989, XLI, p. 303 ss.; PALIERO e TRAVI, *Sanzioni amministrative*, *ibidem*, p. 350

I

CORTE DI CASSAZIONE

17 Aprile 2009, n. 9316

Attività di sollecitazione all'investimento immobiliare - Illecito di cui agli art. 94 e 191 del d.lgs. n. 58 del 1998 - Esclusione

La sollecitazione agli acquisti immobiliari in mancanza di preventiva comunicazione alla Consob non configura l'illecito di cui agli art. 94 e 191 d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, atteso che dette norme - da interpretare alla luce della definizione di "sollecitazione dell'investimento" contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. t, del medesimo decreto - collegano l'applicabilità della sanzione soltanto alla sollecitazione all'investimento in prodotti e strumenti finanziari, ai quali gli acquisti immobiliari non sono in alcun modo assimilabili, sia per la diversità tra le due categorie, sia in virtù dell'estraneità delle competenze della Consob dal campo degli investimenti immobiliari; ne consegue che la punizione di tale condotta viola il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo.

(Artt. 1, 94, 191 d. lgs. 58 del 1998)

[Omissis...]

La Corte Suprema di Cassazione, Sezione Seconda, composta dagli Ill.mi Sigg.ri Magistrati:

Dott. ELEFANTE Antonino - Presidente -

Dott. SCHETTINO Olindo - Consigliere -

Dott. MALZONE Ennio - Consigliere -

Dott. PICCIALLI Luigi - rel. Consigliere -

Dott. ATRIPALDI Umberto - Consigliere -

ha pronunciato la seguente sentenza sul ricorso 21795/2005 proposto da: MINISTERO ECONOMIA E FINANZE [...] - ricorrente -

contro

[...] - controricorrenti -

Nonché contro [...]; -intimato-

avverso il decreto della CORTE D'APPELLO di Milano, depositata il 16/04/2005;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 25/02/2009 dal Consigliere Dott. LUIGI PICCIALLI [...] udito il P.M. in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. Russo Rosario Giovanni, che ha concluso per accoglimento del ricorso, cassazione con rinvio.

FATTO

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con decreto in data 17.3.03, su proposta della CONSOB dell'11.12.02, il Ministero dell'Economia e della Finanze irrogò alla società [...] Immobiliare s.r.l. la sanzione amministrativa di Euro 52.000,00, per la violazione di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 94, comma 1, e art. 191, per avere operato una sollecitazione all'investimento, costituita da un'offerta al pubblico di contratti d'investimento immobiliare, in assenza della preventiva comunicazione e dell'invio del prospetto informativo alla CONSOB. Si opponeva, davanti alla competente Corte d'Appello di Roma, la società sanzionata, negando di aver posto in circola-

zione lo stampato acquisito dagli organi ispettivi a sostegno dell'addebito e sostenendo che il contenuto dello stesso, comunque, non comportava gli adempimenti suddetti, non riguardando prodotti finanziari; in subordine chiedeva la riduzione della sanzione. All'opposizione resistevano, distintamente costituendosi, il Ministero e la CONSOB. Con decreto in data 15.1, depositato il 30.1.04, l'adita corte rigettava l'opposizione e condannava la ricorrente al rimborso delle spese del giudizio in favore di ciascuno dei resistenti. Premesso che l'opponente aveva negato di essere fonte di provenienza dell'acquisito stampato, nel quale era contenuto un invito all'acquisto di prodotti finanziari, garantendo un reddito immobiliare predeterminato medio - alto in relazione a quello garantito dal mercato finanziario, ma che l'addotta tesi di un inganno in suo danno perpetrato da terzi ignoti non aveva trovato alcun concreto riscontro circa eventuali persone interessate a danneggiarla, considerato che l'addebito aveva, invece, trovato ulteriore conferma in una, pure acquisita nell'ambito delle indagini, lettera della società ad una cliente, nella quale una "procedura veniva esplicata come offerta di investimento immobiliare ma con peculiarità proprie dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari", la corte disattendeva le discolpe addotte; quanto alla misura della sanzione, considerato che finanziari, garantendo un reddito immobiliare predeterminato medio - alto in relazione a quello garantito dal mercato finanziario, ma che l'addotta tesi di un inganno in suo danno perpetrato da terzi ignoti non aveva trovato alcun concreto riscontro circa eventuali persone interessate a danneggiarla, considerato che l'addebito aveva, invece, trovato ulteriore conferma in una, pure acquisita nell'ambito delle indagini, lettera della società ad una cliente, nella quale una "procedura veniva esplicata come offerta di

investimento immobiliare ma con peculiarità proprie dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari", la corte disattendeva le discolpe addotte; quanto alla misura della sanzione, considerato che la stessa era prossima alla media aritmetica tra il minimo ed il massimo, i giudici la ritenevano adeguata, tanto più che l'opponente non aveva dedotto specifiche argomentazioni di censura al riguardo.

Contro tale decisione ricorrono per cassazione, con tre motivi articolati su vari profili, la [...] Immobiliare s.r.l. [...]

Resistono, con comune controricorso dell'Avvocatura Generale dello Stato, il Ministero e la CONSOB.

DIRITTO

MOTIVI DELLA DECISIONE

[...]

Nel primo motivo si deduce la "nullità del decreto e del procedimento" sotto tre diversi profili: 1) per mancata esposizione, in violazione dell'art. 132 c.p.c., delle conclusioni delle parti e dei fatti di causa; 2) per violazione dell'art. 112 c.p.c., avendo i giudici di merito "completamente omesso...di pronunciarsi sulla domanda di riduzione dell'importo della sanzione.."; 3) per insufficienza della motivazione, per non essere state indicate le prove a sostegno della pretesa sanzionatoria e per difetto di alcun collegamento tra gli addebiti e le norme di riferimento.

Il motivo è manifestamente infondato sotto tutti i tre dedotti profili.

[...]

Con il secondo motivo di ricorso si deduce violazione e falsa applicazione di norme di diritto sotto quattro distinti profili, il primo dei quali relativo al D.Lgs. n. 58 del 1998, artt. 1, 94 e 191.

Si lamenta che la corte territoriale avrebbe indebitamente ritenuto ap-

plicabile alla fattispecie, "con sbrigativa motivazione", le suesposte disposizioni, configuranti illeciti amministrativi la cui condotta tipica consiste nel sottrarre ai controlli della CONSOB le sollecitazioni all'investimento aventi ad oggetto offerte di prodotti o strumenti finanziandosi come normativamente definiti, e non anche sollecitazioni all'investimento immobiliare, come nel caso di specie, ancorchè prospettate in termini particolarmente vantaggiosi e con garanzie di alti redditi, trattandosi di materia sottratta alla disciplina del sopra citato testo unico sull'intermediazione finanziaria. La censura è fondata.

L'art. 191, cit. D.Lgs. sanziona la condotta di "chiunque effettua sollecitazioni all'investimento in violazione delle disposizioni dell'art. 94, comma 1..", norma quest'ultima prevedente che "coloro che intendono effettuare sollecitazioni all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB". Tale precetto va integrato con la definizioni che l'art. 1, comma 1, fornisce, alla lett. t), della sollecitazione all'investimento, definendola "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari, ed, alla lett. u), dei prodotti finanziari, definendoli quali "strumenti finanziari ed ogni altra forma di investimento di natura finanziaria"; l'art. 1 cit., comma 2, poi, elenca gli strumenti finanziari, nel cui ampio novero figurano azioni, obbligazioni, titoli di stato, altri titoli negoziabili sul mercato dei capitali ed alcune fattispecie di moderni contratti mobiliari. all'investimento ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB". Tale precetto va integrato con la definizioni che l'art. 1, comma 1, fornisce, alla lett. t), della sollecitazione all'investimento, definendola "ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pub-

blico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari, ed, alla lett. u), dei prodotti finanziari, definendoli quali "strumenti finanziari ed ogni altra forma di investimento di natura finanziaria"; l'art. 1 cit., comma 2, poi, elenca gli strumenti finanziari, nel cui ampio novero figurano azioni, obbligazioni, titoli di stato, altri titoli negoziabili sul mercato dei capitali ed alcune fattispecie di moderni contratti mobiliari.

Non rientrando gli acquisti immobiliari nell'elenco, di cui al comma 2, degli strumenti finanziari, occorre allora stabilire se gli stessi possano invece ricondursi, come hanno ritenuto la CONSOB ed i giudici di merito, all'altra categoria di prodotti finanziari, di cui alla seconda parte della definizione, contenuta sotto la lett. u) del comma 1, prevedente "*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*".

Ritiene questa Corte che al quesito debba darsi risposta negativa, per il seguente ordine di considerazioni: a) l'estrema genericità della previsione normativa, che in palese contrasto con il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo dettato dalla L. n. 689 del 1981, art. 1, consentirebbe di assoggettare a sanzione amministrativa, a mera discrezione della CONSOB, una vasta gamma di condotte di operatori commerciali, ogni qual volta le offerte (o richieste) rivolte al pubblico prospettassero la particolare remuneratività di operazioni negoziali finalizzate al conseguimento di un reddito qualsiasi; b) la mancanza di alcuna analogia tra i prodotti finanziari tipici (vale a dire gli strumenti finanziari, elencati nel citato art. 1, comma 2), e le offerte di acquisto immobiliari, aventi ad oggetto beni non assimilabili in alcun modo a quelli tradizionalmente oggetto delle normative di settore, poi sostituite dal D.Lgs. n. 58 del 1998, in precedenza sempre espressamente limitate alla disciplina delle attività di intermediazione mobiliare e dei relati-

vi mercati (segnatamente la L. 2 gennaio 1991, n. 1, abrogata dall'art. 214, cit. D.Lgs.); c) l'assenza di alcun cenno, nell'ambito della nuova disciplina, agli investimenti immobiliari, silenzio legislativo poco compatibile con l'ipotesi di un'innovazione di sì larga portata, intervenuta su precedente contesto normativo nel quale le, pur ampie, finalità istituzionali della CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) attenevano essenzialmente ai controlli del mercato finanziario strido sensu, vale a dire al controllo degli scambi di massa di natura mobiliare (per una definizione più ampia e moderna, alla luce della citata L. n. 1 del 1991, degli strumenti finanziari e valori mobiliari, v. Cass. n. 10598/05); d) la ripetuta menzione, nell'ambito dell'art. 94, comma 2, cit. D.Lgs., prevedente gli "obblighi degli offerenti", con riferimento ai prodotti finanziari offerti, del termine "emittenti, ben poco compatibile con offerte di beni immobili, per loro natura non suscettibili di "emissione"; e) la previsione del comma 5 bis, dell'articolo citato, secondo la quale "la CONSOB determina quali strumenti o prodotti finanziari quotati in mercati regolamentati ovvero diffusi fra il pubblico ..... devono avere un contenuto tipico determinato". Particolarmente significativa deve ritenersi tale ultima disposizione, che associando strumenti e prodotti finanziari nel comune riferimento alle quotazioni nei mercati o alla diffusione fra il pubblico, evidenzia consueti connotati caratterizzanti solo i titoli ed i valori mobiliari, per loro natura soggetti a rapidi scambi di massa e quotazioni mutevoli in brevi periodi, lasciando chiaramente intendere come gli investimenti di natura finanziaria, per essere assoggettati ai controlli de quibus in quanto prodotti finanziari, debbano rispondere a caratteristiche economico - giuridiche che, se pur non tali da consentirne la riconduzione alla gamma delle

fattispecie tipiche elencate nel citato comma 2, siano quanto meno oggettivamente analoghe a quelle; il che è da escludersi per le sollecitazioni all'investimento immobiliare nelle quali il reddito assicurato ai destinatali dell'offerta è di natura fondiaria, caratterizzato da tendenziale stabilità nel tempo e scarsa sensibilità agli andamenti dei mercati finanziari, poco o punto rilevando che la prospettata remuneratività degli acquisti sia stata, come nella specie, correlata al raffronto con i rendimenti medio - alti correntemente garantiti dai suddetti mercati, costituendo tale forma di allettamento della clientela, particolarmente valorizzato dai giudici di merito, un mero elemento estrinseco, inidoneo ad incidere sulla natura del contratto offerto, comunque ed essenzialmente costituito da una compravendita immobiliare.

Sulla scorta delle suesposte considerazioni, ritenuto che i giudici di merito abbiano indebitamente applicato, in violazione del principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo dettato dalla norma generale di cui alla L. n. 689 del 1981, art. 1, e del divieto di analogia in malam partem, di cui all'art. 14 preleggi, la sanzione di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 191, ad una condotta non integrante violazione del precetto, rinvenibile nell'art. 94, comma 1, in rel. all'art. 1, commi 1 e 2, cit. D.Lgs., il ricorso deve essere accolto in relazione all'esaminata censura, pregiudiziale rispetto a tutte le rimanenti, contenute nei restanti profili del secondo motivo e nel terzo motivo d'impugnazione, che restano pertanto assorbite.

Non rendendosi necessari altri accertamenti di merito, la sentenza impugnata va cassata senza rinvio e l'opposizione della società ricorrente accolta in questa sede, ai sensi dell'art. 384 c.p.c., comma 1, u.p..

Sussistono infine giusti motivi, tenuto conto dell'inammissibilità del ricorso del P. in proprio, dell'infondatezza manifesta di tutte le pregiudi-

ziali censure esposte nel primo motivo e dell'assenza di precedenti specifici di legittimità in ordine a quella accolta, formulata nel secondo motivo, per dichiarare totalmente compensate tra le parti le spese del processo, sia del giudizio di meritoria del presente.

P.Q.M.

La Corte dichiara inammissibile il ricorso di P.[...] , rigetta il primo motivo del ricorso della società [...] Immobiliare s.r.l., accoglie, sotto il primo dei dedotti profili, il secondo motivo di tale ricorso e ne dichiara assorbito il terzo; cassa senza rinvio, in relazione all'accolta censura, la sentenza impugnata e, pronunziando nel merito, accoglie l'opposizione della suddetta società avverso il decreto in data 17.3.2003 del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che annulla; dichiara totalmente compensate tra le parti le spese dell'intero processo.

Così deciso in Roma, il 25 febbraio 2009. Depositato in Cancelleria il 17 aprile 2009.

I CONTRATTI DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE E LA PROBLEMATICA DELL'OFFERTA AL PUBBLICO

1. La Corte di Cassazione, nella sentenza in commento, ha definito i confini dello *spatium operandi* della disciplina relativa all'appello al pubblico risparmio, introducendo considerazioni che si prestano ad interessanti profili di analisi con riguardo all'ambito di applicazione della nozione di «prodotto finanziario».

La tematica affrontata dalla Suprema Corte è stata in passato, a più riprese, oggetto di studio da parte della dottrina, che ha focalizzato vuoi i profili evolutivi della nozione di «prodotto fi-

nanziario», vuoi la difficoltà di pervenire ad un puntuale inquadramento normativo della fattispecie in esame;[1] ciò, attesa la variegata ampiezza ascrivibile alla definizione di cui trattasi, cui fa riscontro l'individuazione del potere sanzionatorio riconosciuto alla Consob.

In particolare, l'oggetto della pronuncia è rappresentato da un'offerta al pubblico (in passato definita «sollecitazione») di «contratti di investimento immobiliare» effettuata in assenza di preventiva comunicazione ed invio del *prospetto informativo* alla Consob. La decisione della Cassazione ha stabilito l'annullamento della sanzione amministrativa erogata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta della Consob, e, poi, confermata dalla Corte d'appello di Roma la quale (rigettando l'opposizione della società ricorrente) aveva ritenuto applicabile, al caso di specie, il quadro normativo delineato dagli artt. 1, co. 1, lett. *t*; 94, co. 1 e 191 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

La Suprema Corte, di contro, ha stabilito che la condotta della società ricorrente non integra i canoni dell'illecito amministrativo derivante dal mancato rispetto degli obblighi informativi e comportamentali, atteso che tali obblighi sono imposti esclusivamente a chi, sollecitando investimenti in strumenti o prodotti finanziari (identificati sulla base della loro definizione normativa), è sottoposto al controllo della Consob.

---

[1] Cfr. tra gli altri CASTELLANO, I titoli di massa, in Banca e borsa, 1987, 1, p. 22 ss.; CARBONETTI, Che cos' è un valore mobiliare?, in Giur. comm., 1989, 1, p. 293, GABRIELLI e LENER, Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento, in AA.VV., I contratti del mercato finanziario, Torino, 2004, tomo 1, p. 22. COSTI e ENRIQUES, Il mercato mobiliare, in Trattato, diretto da Cottino, Padova, 2004, p. 41 ss.; CAPRIGLIONE, Intermediari finanziari, investitori, mercati, Padova, 2008, p. 83

Ed invero, tale tesi tiene conto del fatto che l'offerta in osservazione - avendo per oggetto contratti di investimento immobiliare - deve ritenersi del tutto estranea ai profili normativi e sanzionatori legati alla disciplina del citato Testo unico, nel quale, peraltro, non si rinvengono riferimenti al settore immobiliare idonei ad includere la materia nel perimetro regolamentare ivi tracciato.

2. La fattispecie economica oggetto di valutazione è rappresentata da contratti di investimento immobiliare volti a garantire "*un reddito immobiliare predeterminato medio-alto in relazione a quello assicurato dal mercato finanziario";* di tal che diventa necessario aver riguardo ai fattori integrativi della relativa nozione. Orbene, variegati aspetti consentono di tener nettamente distinta detta fattispecie da quella in cui si compendiano i prodotti finanziari, definiti - ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. u) del T.U.F. - come "*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*", donde la identificazione degli elementi in relazione ai quali si deve interpretare la nozione di *appello al pubblico risparmio.*

Al fine di pervenire ad una compiuta valutazione della portata disciplinare della nozione in parola, appare necessario richiamare brevemente il processo evolutivo che ha interessato la materia e che ha, da ultimo, trovato riscontro normativo nelle modifiche apportate al T.U.F. dal d.lgs. n. 303/2006 (approvato dal Consiglio dei Ministri in attuazione della delega contenuta nella l. 28 dicembre 2005, n. 262) e dal d.lgs. 17 settembre 2007,

n. 164, di recepimento della direttiva 2004/39/CE (cd. MiFID, integrata al «secondo livello» dal Reg. CE n. 1287/2006, nonché dalla direttiva 2006/73/CE). In materia va, altresì, fatto presente che l'intero Capo I del Titolo II, parte IV del T.U.F., riguardante la regolazione dell'appello al pubblico risparmio (artt. 93-*bis* – 101), è stato dapprima sostituito dall'art. 3 del d. lgs. n. 51 del 28.3.2007 e poi modificato dall'art. 15 del d.lgs. n. 164 del 17.9.2007.

Come già accennato, la locuzione «prodotto finanziario» di cui all'art. 1, co., 1, lett. *u)* T.U.F. è volta a ricomprendere larga parte delle forme operative realizzabili sul mercato dei capitali ovvero *gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*. Trattasi di definizione che riporta comunque gli strumenti in parola a forme di investimento finanziario, volendosi qui intendere con il termine «investimento» l'assunzione di una posizione contrattuale non derivante da un'operazione commerciale. Ciò implica che, indipendentemente dal verificarsi o meno di un esborso monetario contestuale all'acquisto di tale posizione contrattuale, sussista nella fattispecie l'assunzione di un rischio finanziario, vale a dire del rischio di non ritrarre in futuro dall'operazione le utilità attese (i flussi finanziari) a causa dell'andamento negativo dei parametri ai quali le stesse sono legate[2].

Se ne deduce che il profilo caratterizzante degli strumenti finanziari presi in considerazione dal legislatore nel disposto normativo sopra richiamato integra un aspetto del tutto estraneo

[2] Cfr. sul punto, RAGNO, *Commodity swaps conclusi tra non intermediari e disciplina dei servizi di investimento*, in Giurisprudenza commerciale, 2004/1, p.158

alla fisionomia degli investimenti immobiliari; non v'è dubbio, infatti, che questi ultimi generano un reddito di natura fondiaria, che si contraddistingue - come opportunamente ha sottolineato la Corte - per una "*tendenziale stabilità nel tempo e scarsa sensibilità agli andamenti dei mercati finanziari*".

Da qui una prima conclusione. Avendo riguardo al tenore letterale della normativa, si perviene ad una specificazione della nozione di «strumento finanziario» incentrata sulla *natura finanziaria* dell'oggetto dell'investimento; sicché la riferibilità a quest'ultima assurge ad imprescindibile momento d'analisi nell'interpretazione sistematica dei contenuti di un'offerta pubblica d'acquisto.

Sotto altro profilo, va considerato che essendo la classe degli «strumenti finanziari» circoscritta nell'ambito delle figure citate dal legislatore (art. 1, co. 2, T.U.F.), non v'è dubbio che solo la presenza dei menzionati dati caratterizzanti la categoria consenta di tracciare linee definitorie essenziali che delimitano la pluralità di strumenti - titoli e contratti - negoziabili sul mercato finanziario, escludendo conseguentemente quelli afferenti al settore immobiliare.

Inoltre, nell'ambito della convenzione lessicale a "cerchi concentrici" - che caratterizza il tema che ci occupa nell'impostazione rinvenibile nel T.U.F. - risulta significativa la riferibilità al «valore mobiliare» come esplicazione di uno dei modelli nei quali si compendia la classe degli strumenti finanziari (nella quale rientrano, inoltre, gli strumenti del mercato monetario, le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio,

nonché gli strumenti derivati)[3]. La peculiarità di questo richiamo - sancito dal citato d.lgs. n. 164 del 2007 attraverso un'integrazione del disposto dell'art. 1 T.U.F. - denota l'intenzione del legislatore di recuperare una nozione che, traendo origine nella legge bancaria del 1936, ha subito un processo evolutivo a seguito di regolamentazioni successive cui ha fatto riscontro una progressiva divaricazione del proprio significato; donde le numerose interpretazioni prospettate dalla dottrina che si è richiamata all'ampia portata dispositiva dell'astratta definizione normativa in esame[4].

Ciò posto, occorre soffermarsi sulla definizione di cui all'attuale disciplina, che per «valori mobiliari» intende le categorie di strumenti che possono essere negoziati nel mercato dei capitali (art. 1 bis, co. 1, t.u.f). L'agilità dello scambio rappresenta - come risulta evidente - la caratteristica fondamentale della fattispecie in parola, la cui definizione è arricchita dall'elencazione di una pluralità di elementi *ulteriori* che qui si tralascia di esaminare in ragione del *focus* della presente indagine.

Orbene - anche se la definizione di «prodotto finanziario» (come inclusivo degli "*strumenti finanziari e di ogni forma di investimento di natura finanziaria*") non abbia subito significative modificazioni dalla recente legislazione -, la rinnovata centralità del valore mobiliare può rappresentare un'innovazione disciplina-

[3] Cfr. ONZA - SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa e titoli di credito,* 2009, n. 5, p. 567

[4] Cfr. tra gli altri, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2008; CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"*, in *Riv. Soc.*, 1996, p. 1112; SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2004, p. 283

re tale da consentire che ad essa risulti collegato un notevole ampliamento dell'*agere* finanziario. A ciò aggiungansi le implicazioni della dinamicità che caratterizza i mercati finanziari, nonché la possibilità - desumibile dai poteri riconosciuti dal legislatore al *rule maker* di fonte secondaria - di procedere ad un ulteriore ampliamento della configurazione attualmente assegnata ai prodotti in questione. Sembrerebbe, pertanto, che nel clima di rinnovamento operativo segnato dalla più recente normativa speciale sia ipotizzabile anche una qualche apertura operativa della disciplina relativa all'appello al pubblico risparmio verso forme negoziali atte a ricomprendere formule di investimento di nuovo tipo.

Tuttavia, nonostante la descritta ampiezza del *genus* nel quale sono ricompresi i modelli di investimento negoziabili, nell'ambito della vigente disciplina del T.U.F. non è dato riscontrare alcun valido appiglio per ricomprendere nell'ambito di applicazione dell'*offerta al pubblico di sottoscrizione* anche gli strumenti negoziali tipici del settore immobiliare.

Inoltre, va evidenziata l'assenza di riferimenti al caso di specie anche nel precedente contesto normativo, che risultava espressamente circoscritto alla regolamentazione delle attività di intermediazione mobiliare e dei relativi mercati (in particolare, l. n.1 del 1991, successivamente abrogata dall'art. 214 d.lgs. 58/1998). Ciò, nonostante la presenza di uno specifico richiamo nella definizione di «valore mobiliare», disposta dall'art. 18-*bis* della legge n. 216 del 1974 (introdotto dall'art. 12 della legge n. 77 del 1983), ad «*ogni documento rappresentativo di beni mate-*

riali o proprietà immobiliari», formula eccessivamente lata da apparire generica e poco conferente con le esigenze di un mercato nel quale deve tendersi alla eliminazione di possibili dubbi applicativi. Da qui il successivo suo superamento avvenuto in sede di emanazione del T.U.F.[5]

3. La sentenza in commento si articola in due distinti momenti. Dapprima si dichiara l'inammissibilità del motivo di ricorso nel quale è dedotta la "*nullità del decreto e del procedimento*" sulla base di supposte carenze espositive da parte dei giudici di merito. Più in particolare, si ha riguardo alla mancata trascrizione delle conclusioni delle parti e dei fatti di causa, nonché all'insufficienza delle prove addotte a sostegno della pretesa sanzionatoria. La Corte ha, tuttavia, ritenuto infondato il suddetto motivo in quanto l'omessa trascrizione - nel decreto che ha definito il giudizio d'appello - delle conclusioni delle parti non è stata ritenuta di per sé idonea a violare i requisiti formali prescritti dall'art. 132 c.p.c. e, al contempo, il vizio lamentato non rispecchia l'ipotesi di violazione della norma di cui all'art. 111 Cost.[6]

Con il secondo motivo di ricorso, la società lamenta l'inapplicabilità, al caso di specie, della normativa di cui agli artt. 1, co. 1, lett. *t*; 94, co. 1 e 191 del d.lgs 58/1998. La Cassazione

---

[5] Sul carattere vago della definizione dell'art. 18-*bis* della legge n. 216 del 1974, cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, cit., p. 85. Si veda altresì LIBONATI, *Commento sub art. 12 della legge 23 marzo 1983, n. 77*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1984, p. 511, secondo cui la medesima sarebbe stata idonea a consentire interpretazioni comprensive di ogni caso possibile; analoga critica è formulata da SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca e borsa*, 1986, 1, p. 19, il quale sostiene che la realtà giuridica presa in esame non si esauriva nel riferimento agli strumenti cartolari.

[6] Cfr. sul punto CONSOLO e LUISO, *Codice di procedura civile commentato*, Milano, 2009.

ha aderito alle tesi prospettate dal ricorrente, fondando il proprio ragionamento su una condivisibile interpretazione delle disposizioni citate, sicché i contenuti della decisione appaiono riconducibili al generale inquadramento della normativa in parola, sul quale ci si è soffermati in precedenza.

Come è dato evincere dal testo della sentenza in commento, la Corte ha posto l'accento sul nesso intercorrente tra il disposto degli articoli 94 e 191 T.U.F., a loro volta collegati al precedente articolo 1, in vista della identificazione della fattispecie di riferimento.

Com'è noto la norma contenuta nell'art. 94 T.U.F. - in funzione delle esigenze di tutela dell'investitore - sanziona l'inottemperanza all'obbligo di comunicazione preventiva alla Commissione, richiamando poi la nozione di «offerta al pubblico di prodotti finanziari», nella quale - come si è anticipato - non risulta alcun riferimento ai contratti di investimento immobiliare.

Nell'art. 191 del T.U.F. (dapprima modificato dall'art. 14 della l. n. 262/2005 e poi così sostituito dall'art. 4 del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51) viene, poi, in considerazione la mera definizione delle sanzioni amministrative pecuniarie inflitte a "*chiunque effettua un'offerta al pubblico in violazione dell'art. 94, comma 1*", norma quest'ultima che impone la preventiva pubblicazione di un prospetto informativo, da redigere in conformità alle previsioni del regolamento Consob 14 Maggio 1999, n.11971 (successivamente modificato, per quanto riguarda l'aspetto che ci occupa, dalla delibera n. 16840 del 19 marzo 2009). Documento, quest'ultimo, che deve essere esplicitamente approvato dalla

Consob e consentire all'investitore di pervenire ad una piena ed adeguata informazione relativa a tutti i profili dell'operazione proposta, inclusa la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente.[7]

Alla luce di quanto sopra risultano evidenti le ragioni per cui la Cassazione non ha condiviso la decisione effettuata dai giudici di merito in ordine alla conferma della soluzione sanzionatoria originariamente comminata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

4. Sulla base delle considerazioni esposte sinora, si può pienamente condividere l'interpretazione della Cassazione circa la nozione di «prodotto finanziario». Ciò in quanto, pur considerata l'ampiezza riconosciuta al *nomen* dal legislatore, si deve in ogni caso ritenere che la fattispecie esaurisca comunque i suoi effetti nell'ambito della disciplina dell'intermediazione mobiliare.

Ciò posto, avrebbe potuto riconoscersi spazio applicativo all'orientamento della Consob e della Corte d'appello - che insistono sulla riconducibilità del delineato contesto ad un'ipotesi di abusiva sollecitazione - nel solo caso in cui i contratti di investimento immobiliare venissero inquadrati nell'ambito della categoria di prodotti finanziari di cui alla seconda parte della definizione dell'art. 1, co. 1, lett. u), relativa ad "*ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*". Tuttavia, anche tale interpretazione non ha superato il vaglio della Cassazione.

---

[7] Cfr. LUCATI, *Prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (art. 3, d.lg. 28 marzo 2007, n. 51)* in, Obbligazioni e contratti, 2007, n. 6, p. 555; ROMAGNOLI, *La Consob e la sollecitazione all'investimento:esercizio di poteri ed obblighi verso gli investitori*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2001/I, p. 747

Ed invero, tra i motivi della decisione, assume rilievo l'inconciliabilità tra il profilo generico di detta definizione ed il principio di legalità e tipicità dell'illecito amministrativo (art. 1 l. 689/81). Diversamente si dovrebbe ammettere la sanzionabilità di un ampio spettro di condotte - degli operatori commerciali - indirizzate ad assicurare agli investitori impieghi particolarmente remunerativi. Peraltro, è appena il caso di osservare come l'obiettivo di una potenziale remuneratività delle operazioni non rappresenta, di per sé, una condizione sufficiente per ritenere che l'oggetto della stessa possa esser classificato come «prodotto finanziario»[8].

A ciò si aggiungano le argomentazioni, già richiamate, che hanno portato ad escludere la presenza di qualsiasi analogia tra i prodotti finanziari tipici ed i beni oggetto di offerte di acquisto immobiliari.

Ed ancora, la Corte conclude la propria analisi richiamando il disposto dell'art. 95, co. 4 del T.U.F. nel quale si precisa che la Consob stabilisce quali strumenti o prodotti finanziari - ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati ovvero diffusi tra il pubblico - devono avere un contenuto tipico determinato. Il Giudice di nomofilachia giustamente ravvisa, in quest'ultima disposizione, un ulteriore dato a sostegno delle proprie tesi; infatti, l'associazione tra strumenti finanziari, quotazione nei mercati e diffusione tra il pubblico pone in luce la necessaria compresenza degli elementi che caratterizzano i valori mobiliari, ma che non

[8] Cfr., sul punto, DURANTE, *Intermediari finanziari e tutela dei risparmiatori*, Milano, 2009, p. 6

sono rinvenibili nella configurazione dei contratti di compravendita immobiliare.

Si sottolinea peraltro che, ad oggi, non si rinvengono altri precedenti in termini. Alla luce dei principi normativi sopra richiamati, si può quindi ragionevolmente ritenere che l'offerta al pubblico di contratti di investimento immobiliare non ricada nell'ambito del potere sanzionatorio della Consob, atteso che non rileva in maniera significativa la correlazione della remuneratività (degli investimenti in questione) al rendimento offerto (dai mercati finanziari). Tale correlazione, secondo il condivisibile giudizio della Cassazione, è esclusivamente espressiva di una formula promozionale (destinata ad essere di stimolo alla clientela) e non è foriera di alcuna alterazione della fisionomia del contratto offerto, di fatto rappresentato da una compravendita immobiliare.

In conclusione, al di là della specificità del caso sotteso alla fattispecie oggetto della pronuncia, la Corte ha il merito di aver chiarito che la nozione di «prodotto finanziario» - sebbene debba necessariamente abbracciare investimenti non tassativamente e tipicamente definiti dal legislatore - vada al tempo stesso circoscritta con estremo rigore al fine di consentirne il progressivo adattamento all'evoluzione dei mercati finanziari.

Mavie Cardi
Dottoranda in Diritto degli Affari
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

TRIBUNALE AMMINISTRATIVO REGIONALE PER IL LAZIO

12 dicembre 2009, n. 12848

Raccolta del risparmio tra il pubblico – Deposito irregolare – Servizi di pagamento – Mandato di pagamento – "*peer-to-peer lending*".

1. Alla luce della lettera del citato art. 11 [...del testo unico bancario...] *che qualifica come attività di raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi sia sotto forma di depositi sia sotto altre forme,* [...] *la distinzione tra le fattispecie implicanti attività di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso e quelle in cui il suddetto obbligo deve essere escluso, deve essere individuata avendo riguardo alla complessiva struttura finanziaria dell'operazione concretamente posta in essere, indipendentemente dalla formale configurazione giuridica assunta dalla stessa, e* [...] *l'obbligo del*

rimborso sussiste anche nei casi in cui esso ancorché escluso o non esplicitamente previsto sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con l'operazione.

2. In caso di deposito irregolare...*un divieto di utilizzazione del denaro che impedirebbe l'acquisto dello stesso in capo al depositario opera solamente in quanto vi sia stata individuazione e specificazione dei beni depositati* [...] *perché le cose fungibili, quando non siano state individuate al momento della consegna entrano nella disponibilità di chi le riceve, il quale acquista il diritto di servirsene e ne diventa proprietario, pur essendo tenuto a restituirne altrettante della stessa specie e quantità.*

(Artt. 11, 106 e 111 d.lgs. 385 del 1993; artt. 1703, 1719, 1782 c.c.)

[Omissis...]

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Terza) ha pronunciato la presente

SENTENZA

Sul ricorso numero di registro generale 6212 del 2009, proposto da: Soc Zopa Italia Spa, rappresentato e difeso dagli avv. [...], con domicilio eletto presso [...];

contro

– il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in persona del Ministro pro-tempore, rappresentato e difeso dall'Avvocatura Gene-

rale dello Stato presso la cui sede in Roma, via dei Portoghesi n.12, è per legge domiciliato;

– la Banca d'Italia, in persona del legale rappresentante pro-tempore, rappresentata e difesa dagli avv.ti [...] presso la cui sede in Roma, via Nazionale n.91, è elettivamente domiciliata;

per l'annullamento

previa sospensione dell'efficacia,

1) del decreto n. 258/386-C del 26 giugno 2008, con cui l'intimato Ministero in accoglimento della proposta della Banca d'Italia, ha disposto, ai sensi dell'art.111, comma 1, lett. a) e c) del d.Lgvo n. 385/1993, la cancellazione con effetto immediato di Zopa Italia dall'elenco generale degli intermediari Finanziari di cui all'art.106 del TUIB;

2) della nota n.538065 del 29 maggio 2009 con cui la Banca d'Italia ha proposto al Ministero la cancellazione di Zopa Italia dal predetto elenco generale;

3) della nota n.123900 del 4 febbraio 2009 con la quale la Banca d'Italia ha avviato ai sensi dell'art.111 del TUIB il procedimento di cancellazione di Zopa dal suddetto elenco;

4) di ogni altro atto presupposto, connesso e/o consequenziale.

Visto il ricorso con i relativi allegati;

Visto l'atto di costituzione in giudizio di Ministero dell'Economia e delle Finanze;

Visto l'atto di costituzione in giudizio di Banca d'Italia;

Viste le memorie difensive;

Visti tutti gli atti della causa;

Relatore nell'udienza pubblica del giorno 25 novembre 2009 il dott. Giuseppe Sapone e uditi per le parti i difensori come specificato nel verbale;

Ritenuto e considerato in fatto e diritto quanto segue:

FATTO

Nel settembre 2007 la società ricorrente è stata iscritta nell'elenco generale degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del D.Lgvo n.285/1993 (TUIB) per l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività avente ad oggetto la prestazione di servizi di pagamento e la concessione di finanziamenti.

Più precisamente Zopa Italia attraverso la gestione di una piattaforma web doveva mettere in relazione persone fisiche interessate a prestare modeste quantità di denaro (prestatori o lenders) con altri soggetti aventi necessità di finanziamento, sempre di modesto ammontare (richiedenti o borrowers), con la conseguenza che il rapporto di credito e le relative trattative dovevano intercorrere unicamente tra il singolo prestatore ed il singolo richiedente.

Nel corso dell'iter procedimentale al fine di verificare la compatibilità dell'attività che la ricorrente avrebbe dovuto svolgere con le norme in materia di riserva di attività di raccolta di risparmio tra il pubblico, bancaria e finanziaria, l'attuale istante aveva eviden-

ziato, citando a sostegno un parere di un illustre studioso della materia, che gli addebiti e gli accrediti su conti bancari dei lenders e dei borrowers dovevano avvenire senza che vi sarebbe stato neppure per un momento il trasferimento in capo a Zopa di alcuna posizione debitoria nei confronti delle parti.

Sulla base di tale elemento ritenuto fondamentale la Banca d'Italia aveva assentito il modello operativo proposto dall'attuale istante il quale prevedeva che le somme permanessero su di un conto corrente intestato ai lenders fino alla conclusione dell'accordo con i borrowers, momento in cui Zopa, in virtù di una procura, le avrebbe trasferite su un conto di transito (al solo scopo di verificare materialmente la consistenza e la regolarità delle transazioni) dando nello stesso giorno istruzioni per il trasferimento ai destinatari dei finanziamenti.

Quali ulteriori condizioni operative era stato stabilito che:

I) i lenders dovevano dichiarare all'atto dell'adesione alla piattaforma digitale di agire nella qualità di persona fisica ed al di fuori di qualsiasi attività professionale;

II) l'importo riconosciuto dei singoli finanziamenti come quello riconosciuto ai borrowers doveva essere fissato ad un livello adeguatamente contenuto;

III) doveva essere assicurato il requisito della personalizzazione delle trattative.

A seguito di una segnalazione effettuata da un'associazione di consumatori che aveva evidenziato dei dubbi in ordine alla confor-

mità dell'attività espletata da Zopa ai criteri di cui sopra, la Banca d'Italia ha disposto nei confronti del suddetto intermediario accertamenti ispettivi, in esito ai quali sono stati individuate presunte discordanze rispetto al modello operativo precedentemente assentito.

In particolare è emerso che:

a) gli incassi ed i pagamenti relativi ai servizi offerti da Zopa ai lenders ed ai borrowers transitavano su due conti correnti infruttiferi intestati a Zopa Italia presso la banca Intesa–San Paolo e denominati "Omnibus prestatori" e "Omnibus richiedenti";

b) il suddetto intermediario poteva autonomamente disporre dei suddetti conti senza che alcun limite in relazione alla particolare natura degli stessi potesse esserle opposto dalla banca tenutaria degli stessi;

c) i prestatori potevano tenere le somme de quibus presso il citato conto a tempo indeterminato, rinvestirvi le quote di finanziamento rimborsate nonché chiedere la restituzione in ogni tempo, sia prima che dopo la concessione del finanziamento, delle somme depositate.

Sulla base di tali risultanze ispettive l'intimato istituto, ritenendo che le modalità operative con cui era stata gestita da parte di Zopa l'attività precedentemente assentita venivano a concretizzare una forma di raccolta di risparmio tra il pubblico in palese violazione della riserva di attività di cui all'art. 11, comma 2, del TUIB, ha attivato nei confronti del menzionato intermediario il procedimento di cancellazione dall'elenco generale degli intermediari finanziari di

cui all'art. l06 del TUIB, nell'ambito del quale la società ricorrente ha presentato due memorie di controdeduzioni, con cui:

a) ha fatto presente che il rapporto instaurato con i singoli lenders veniva a concretizzare un contratto di mandato di pagamento, con la conseguenza che doveva essere escluso che le somme versate da questi ultimi diventassero di sua proprietà, adducendo a sostegno di tale tesi la particolare natura del conto "omnibus prestatori", classificato nel bilancio come conto d'ordine, nonché le esplicite indicazioni contenute nei singoli contratti che escludevano a suo favore il trasferimento delle somme versate dai lenders;

b) ha prospettato tre modalità alternative di gestione della menzionata attività in grado di far venir meno le irregolarità accertate in sede ispettiva.

Non avendo l'intimato Istituto ritenuto convincenti le ragioni esposte da Zopa, ha proposto al resistente Ministero la cancellazione della società dall'elenco degli intermediari finanziari, e quest'ultimo ha adottato il contestato decreto di cancellazione, avverso il quale sono stati dedotti i seguenti motivi di doglianza:

1) Violazione e falsa applicazione degli artt. 10, 11, 106 e 111 del TUIB. Violazione e falsa applicazione degli artt. 1713 e 1719 cod.civ.; violazione e falsa applicazione del DM 8 luglio 1994 e del DM 27 febbraio 2009. Violazione e falsa applicazione della deliberazione n.1058/05 e s.m. del CICR. Eccesso di potere in tutte le figure sintomatiche, ed in particolare, per sviamento, erroneità dei

presupposti di fatto e di diritto, difetto di istruttoria, illogicità manifesta, falsità di causa, travisamento dei fatti;

2) Violazione e falsa applicazione degli artt. 10, 11, 106 e 111 del TUIB. Violazione e falsa applicazione degli artt. 1713 e 1719 cod.civ. Violazione e falsa applicazione degli artt. 3 e 10 della L. n.241/1990. Violazione e falsa applicazione dell'art.24 della L. n.262/ 2005. Violazione e falsa applicazione del DM 8 luglio 1994 e del DM 27 febbraio 2009. Eccesso di potere in tutte le figure sintomatiche, ed in particolare, per sviamento, erroneità dei presupposti di fatto e di diritto, difetto di istruttoria, illogicità manifesta, contraddittorietà, falsità di causa, travisamento dei fatti;

3) Violazione e falsa applicazione dell'art.111 del TUIB. Violazione e falsa applicazione dell'art.24 della L. n.262/2005 e dell'art. 1 della L. n.241/1990. Violazione e falsa applicazione del principio di proporzionalità, ragionevolezza e adeguatezza anche per contrasto con la direttiva 2007/64/CE. Eccesso di potere in tutte le figure sintomatiche ed in particolare falsità dei presupposti, ingiustizia manifesta, contraddittorietà, perplessità dell'azione amministrativa, sviamento.

Si sono costituiti sia il Ministero dell'Economia e delle Finanze sia la Banca d'Italia contestando con ampie e dettagliate argomentazioni la fondatezza delle prospettazioni ricorsuali e concludendo per il rigetto delle stesse con vittoria di spese.

Alla pubblica udienza del 25 novembre 2009 il ricorso è stato assunto in decisione.

DIRITTO

Con il proposto gravame è stato impugnato il decreto, in epigrafe indicato, con cui l'intimato Ministero, recependo in toto la proposta formulata dalla Banca d'Italia ha disposto ai sensi dell'art. 111, comma l, lett. a) e c) del d.Lgvo n.385/1993, la cancellazione con effetto immediato di Zopa Italia spa dall'elenco generale degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUIB.

Con il primo motivo di doglianza è stato fatto presente che contrariamente a quanto affermato nella contestata determinazione Zopa non avrebbe esercitato abusivamente l'attività di raccolta di risparmio tra il pubblico, considerato che il trasferimento dei fondi messi a disposizione dai lenders nel conto "Prestatori Omnibus", in attesa dell'abbinamento con le richieste dei borrowers non faceva acquisire la proprietà degli stessi alla menzionata società, anche se quest'ultima risultava formalmente titolare del suddetto conto, atteso che il rapporto intrattenuto con i singoli prestatori veniva a concretizzare un mandato di pagamento, in forza del quale l'intermediario era tenuto a restituire i fondi de quibus qualora il mandato non avesse potuto trovare esecuzione.

A sostegno di tale conclusione è stato evidenziato che:

a) i singoli prestatori erano stati resi edotti della particolare natura del rapporto intrattenuto con Zopa, anche in forza di un comunicato pubblicato sul sito Internet di quest'ultima;

b) in materia di deposito opera l'art. 1782 c.c. che fa acquistare al depositario la proprietà del denaro e di altre cose fungibili oggetto di deposito, con obbligazione di restituire il tantundem, soltanto se il contratto gli riconosce la facoltà di servirsene (deposito irregolare), per cui in caso contrario la proprietà resta in capo al depositante e il depositario è obbligato a restituire le cose depositate secondo le regole del deposito ordinario.

Ciò premesso, il Collegio osserva che pregiudizialmente occorre precisare la nozione di raccolta di risparmio tra il pubblico soggetta alla riserva di attività di cui all'art. 11, comma 2, del TUIB.

Al riguardo il Collegio concorda con quanto prospettato in merito dalla Banca d'Italia, la quale, alla luce della lettera del citato art. 11 che qualifica come attività di raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi sia sotto forma di depositi sia sotto altre forme, ha sostenuto che la distinzione tra le fattispecie implicanti attività di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso e quelle in cui il suddetto obbligo deve essere escluso, deve essere individuata avendo riguardo alla complessiva struttura finanziaria dell'operazione concretamente posta in essere, indipendentemente dalla formale configurazione giuridica assunta dalla stessa, e che l'obbligo del rimborso sussiste anche nei casi in cui esso ancorché escluso o non esplicitamente previsto sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con l'operazione.

In tale contesto occorre, quindi, valutare se nella fattispecie in esame si è verificato il trasferimento in capo a Zopa Italia dei fondi

versati dai prestatori in attesa dell'abbinamento con le richieste dei borrowers ed accreditati nel conto "Omnibus prestatori" nonché se la natura del rapporto intrattenuto dai singoli lenders con l'intermediario finanziario alla luce delle clausole contrattuali comportava l'assunzione in capo a quest'ultimo dell'obbligazione di rimborso.

In primis deve essere sottolineato che risulta corretto il criterio interpretativo proposto dalla Banca d'Italia secondo cui per individuare la particolare natura del rapporto giuridico occorre vedere la sostanza delle concrete clausole contrattuali, indipendentemente dalla formale qualificazione giuridica prospettata dalle parti, in linea con un concetto che identifica nella causa del contratto l'interesse concretamente perseguito dalle parti, da individuare ricercando il significato pratico dell'operazione sulla base di tutte le finalità che, sia pure tacitamente, sono entrate nel contratto.

Ciò precisato, il Collegio osserva che non risulta giuridicamente corretta la tesi ricorsuale secondo cui l'acquisto della proprietà dei fondi in capo da Zopa doveva essere escluso in quanto i contratti stipulati con i singoli prestatori non riconoscevano in capo alla stessa la facoltà si servirsene, atteso che un divieto di utilizzazione del denaro che impedirebbe l'acquisto dello stesso in capo al depositario opera solamente in quanto vi sia stata individuazione e specificazione dei beni depositati, – circostanza quest'ultima in alcun modo ravvisabile nel caso in esame – perché le cose fungibili, quando non siano state individuate al momento della consegna entrano nella disponibilità di chi le riceve, il quale acquista ilo diritto

di servirsene e ne diventa proprietario, pur essendo tenuto a restituirne altrettante della stessa specie e quantità (Cass. Civ., sez. I, n.5843/ 2001).

Né tale trasferimento di proprietà poteva essere escluso dalla particolare classificazione tra i conti di ordine del conto omnibus prestatori, in quanto il suddetto conto:

a) era formalmente intestato alla Zopa, la quale ne poteva autonomamente disporre senza che alcun limite a tale facoltà poteva esserle opposto dalla banca tenutaria;

b) poteva essere esposto alle azioni esecutive dei creditori dell'intermediario, atteso che, come chiaramente affermato e dimostrato dall'istituto resistente, non era rinvenibile nella fattispecie de qua alcuna forma di separazione patrimoniale opponibile a terzi tra il patrimonio dell'intermediario e quello dei fondi dei lenders.

Relativamente alla asserita qualificazione del rapporto instaurato dal singolo lender con la Zopa come deposito a vista, deve essere sottolineato che una tale qualificazione risulta adeguatamente supportata considerato che:

a) non era previsto un limite massimo di durata temporale della giacenza dei fondi versati da ciascun lender sul conto "Omnibus prestatori" poiché la restituzione dei suddetti fondi qualora non fossero stati utilizzati entro 18 mesi era una mera facoltà dell'intermediario;

b) ciascun prestatore poteva richiedere la restituzione non solo delle somme non ancora utilizzate ma anche, e ciò in palese contra-

sto con l'asserita natura di mandato di pagamento del rapporto de quo, di quelle già erogate;

c) ciascun lender poteva mantenere le proprie disponibilità nel suddetto conto anche oltre la durata del singolo finanziamento, reinvestendo le rate rimborsate.

Alla luce di tali considerazioni, pertanto, la censura in esame deve essere rigettata.

Con il successivo motivo di doglianza è stato evidenziato che:

I) il contestato provvedimento ministeriale avrebbe acriticamente recepito la proposta di cancellazione formulata dalla Banca d'Italia, la quale a sua volta non avrebbe preso in considerazione quanto sostenuto da Zopa in sede di controdeduzioni;

II) la citata Banca d'Italia sarebbe incorsa in un palese errore in sede di qualificazione [...del rapporto...] instaurato da Zopa con ciascun lender atteso che non avrebbe in alcun modo tenuto conto di elementi formali quali la qualificazione dei singoli rapporti de quibus come mandato di pagamento e la rubricazione del conto omnibus prestatori come conto beni terzi;

III) la proposta della Banca d'Italia ed il successivo decreto di cancellazione per la tempistica in relazione ai quali sono stati adottati avrebbero precluso a Zopa di completare la definizione e l'attivazione di un modello operativo in grado di eliminare le irregolarità riscontrate.

In ordine al primo profilo di doglianza deve essere sottolineato che il gravato decreto di cancellazione è motivato per relationem in quanto fa proprie le argomentazioni e le conclusioni della proposta della Banca d'Italia, ben conosciuta dalla società ricorrente come si deduce chiaramente dal tenore delle doglianze dedotte; in tale contesto, quindi, non era in alcun modo richiesto che il contestato decreto ministeriale esplicitasse le ragioni in base alle quali aveva ritenuto di adeguarsi alle conclusioni delle menzionata proposta.

Per quanto riguarda il secondo profilo di doglianza, occorre precisare, confermando quanto sopra esposto, che la normativa disciplinante la materia oggetto della presente controversia non attribuisce, alcuna rilevanza agli elementi formali individuati dalle parti per qualificare un determinato rapporto giuridico, qualora l'aspetto sostanziale da desumere con riferimento al contenuto delle clausole contrattuali sia sostanzialmente in contrasto con quello formale.

A tal fine è sufficiente richiamare quanto stabilito dalle Istruzioni di Vigilanza in materia, che adottano un legittimo criterio di interpretazione sostanzialistica in base al quale la distinzione tra fattispecie implicanti attività di acquisizione di fondi con obbligo di rimborso e quelle in cui detto obbligo è escluso deve essere individuato avendo riguardo alla complessiva struttura finanziaria dell'operazione concretamente posta in essere, indipendentemente dalla configurazione giuridica della medesima.

Poiché nella fattispecie in esame per la ragioni sopra esposte relative sia all'avvenuto trasferimento della proprietà in capo a Zopa dei fondi versati dai prestatori sia all'ampie facoltà attribuite a

questi ultimi, deve escludersi che i rapporti de quibus, sia pure formalmente qualificati mandati di pagamento, possano essere annoverabili in questa tipologia contrattualistica.

Per quanto riguarda l'ultimo profilo di doglianza il Collegio sottolinea che la disposizione del testo unico (art.111) subordina l'adozione di un provvedimento di cancellazione solamente all'avvenuto accertamento delle gravi violazioni, non assumendo alcuna rilevanza in merito la circostanza che l'intermediario sia in grado di ravvedersi tempestivamente facendo venir meno in tempi celeri le suddette violazioni.

Tuttavia per un principio di logicità e di economicità dell'azione amministrativa non può escludersi che l'Autorità competente possa anche tener conto, nell'ambito di una valutazione ampiamente discrezionale, prima di adottare la misura sanzionatoria de qua di tale ultimo elemento, che nella fattispecie in esame non è dato peraltro individuare, avuto presente che:

a) il modello operativo attuato da Zopa risultava palesemente del tutto diverso da quello per il quale quest'ultima aveva ottenuto l'iscrizione nell'albo degli intermediari finanziari;

b) come affermato dalla Banca d'Italia (pag. 36 della memoria conclusionale) le soluzioni prospettate dalla società ricorrente erano ad uno stadio meramente progettuale ed indefinite, e, dovendo comportare l'adozione di rilevanti interventi organizzativi interni, richiedevano un non breve lasso di tempo per essere operative, ed in

ogni caso non avrebbero in alcun modo consentito di superare il problema dell'utilizzo dei conti intestati a Zopa.

Infondato è infine, il terzo ed articolato motivo di doglianza con cui:

I) è stata prospettata la violazione del principio di proporzionalità, il quale postula che le misure negativamente incidenti sulla sfera giuridica dei soggetti non siano eccessive rispetto ai fatti accertati ed esorbitanti rispetto allo scopo che l'amministrazione intende perseguire;

II) le modalità operative dell'attività svolta da Zopa risultavano conformi alle prescrizioni della Direttiva 2007/64/CE in materia di servizi di pagamento, con la conseguenza che la suddetta attività non poteva in alcun modo essere considerata come attività di raccolta di risparmio tra il pubblico.

In ordine al primo profilo è sufficiente evidenziare che per gli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUIB la cancellazione dall'elenco costituisce l'unica misura sanzionatoria prevista, per cui una volta accertata la sussistenza dei relativi presupposti e l'impossibilità di far venir meno in breve tempo la accertate irregolarità, l'Autorità competente è vincolata all'adozione della suddetta misura sanzionatoria.

In ordine al secondo profilo di doglianza con cui è stata prospettata la conformità alla normativa comunitaria deve essere evidenziato che la suddetta normativa prevede dei requisiti in materia

di tutela a favore di coloro che si sono avvalsi di prestatori di servizi di pagamento.

In particolare l'art. 9 della richiamata direttiva testualmente dispone che "i fondi:

a) non sono mai confusi con i fondi di una qualsiasi persona fisica o giuridica diversa dagli utenti di servizi di pagamento per conto dei quali i fondi sono detenuti e, se sono detenuti dall'istituto di pagamento e non ancora consegnati al beneficiario o trasferiti ad un altro prestatore di servizi di pagamento entro la prima giornata operativa successiva al giorno in cui i fondi sono stati ricevuti, sono depositati su un conto distinto di un ente creditizio o investiti in attività sicure, liquide e a basso rischio quali definite dalle competenti autorità dello Stato membro di origine; e

b) sono isolati conformemente al diritto nazionale nell'interesse dell'utente di servizi di pagamento dalle richieste di pagamento di altri creditori dell'istituto di pagamento, segnatamente in caso di insolvenza".

Nella fattispecie in esame non risulta, come dimostrato dalla Banca d'Italia, che siano state poste in essere le condizioni di cui alla lettera b) atteso che i fondi dei lenders affluivano al conto "omnibus prestatori" formalmente intestato a Zopa senza che fossero state prese quelle misure opponibili ai terzi e previste dalla normativa nazionale in grado di separare giuridicamente tali fondi dal patrimonio dell'intermediario.

Ciò premesso, il proposto gravame deve essere rigettato.

Le spese del presente giudizio, liquidate in dispositivo, seguono la soccombenza.

P.Q.M.

Il Tribunale Amministrativo Regionale del Lazio, Sezione III, definitivamente pronunciando sul ricorso n. 6219 del 2009, come in epigrafe proposto, lo rigetta.

Condanna la società ricorrente al pagamento, in parti eguali, a favore del Ministero dell'Economia e delle Finanze e della Banca d'Italia delle spese del presente giudizio, liquidate in complessive € 5.000,00 (Euro cinquemila).

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

Cosi deciso in Roma nella camera di consiglio del giorno 25 novembre 2009 con intervento dei Magistrati:

Domenico Lundini, Presidente FF

Giuseppe Sapone, Consigliere, Estensore

Pierina Biancofiore, Consigliere

I PRESTITI "*PEER-TO-PEER*" TRA PRIVATI.
LA RACCOLTA DEL RISPARMIO E LA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI PAGAMENTO ALLA LUCE DELLA DIRETTIVA 2007/64/CE.

1. La pronuncia giurisdizionale in epigrafe si presenta di particolare interesse non solo in stretto punto di diritto ma anche in punto di fatto, in quanto verte su uno degli "elementi ontici" del sistema normativo (nazionale) delle riserve di attività in ambito bancario e finanziario: la chiara delimitazione del perimetro delle attività *core* che nell'"ordinamento finanziario italiano"[1] rimangono riservate alle "banche" (*i.e.* principalmente le attività di cui agli artt. 10, comma 1, e 11, comma 5, TUB[2]), a fronte della sempre più diffusa "erosione" degli altri ambiti di tradizionale operatività bancaria derivante dalla variabile estensione (*rectius* espansione) delle forme di operatività consentita a contigue, ed in alcuni casi innovative, tipologie d'intermediari (es. da ultimo gli "Istituti di Moneta Elettronica"[3] e gli "Istituti di Pagamento"[4] di cui al Titolo V-*bis* e V-*ter*

---

[1] Sull'evoluzione della normativa di settore e della relativa "struttura ordinamentale" cfr. F. CAPRIGLIONE, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, *a cura dello stesso*, Padova, 2005, Tomo 1, pp. 43-146.

[2] Ossia, rispettivamente, la "raccolta del risparmio tra il pubblico **e** l'esercizio del credito" e "la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata".

[3] Al riguardo è stato evidenziato che "l'aspetto più qualificante dell'intervento comunitario a modifica della direttiva 2000/12/CE [...realizzato con l'approvazione della direttiva 2000/28/CE del 18.9.2000...] consiste nell'allargamento della definizione di ente creditizio [...per includervi anche gli Istituti di Moneta Elettronica...] cioè soggetti che, si anticipa, da un lato non possono erogare crediti alla clientela, dall'altro (se convertono immediatamente i fondi percepiti in moneta elettronica) non svolgono, ai sensi della direttiva, attività di raccolta. [... Inclusione ritenuta funzionale non tanto...] all'enucleazione della disciplina ai medesimi riferibile [...quanto alla...] esigenza di consentire l'applicabilità ad essi di previsioni comunitarie ispirate al perseguimento di finalità di politica monetaria. Viene in rilievo, al riguardo, l'art. 19.1 dello Statuto del SEBC" V. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, n. 53/2001, pp. 18-19.

[4] Nel rilevare che l'art. 16, § 2 della *direttiva PSD* reca una delimitazione dell'attività consentita agli Istituti di Pagamento (IP), tra l'altro, "funzionale a distinguere l'attività degli IP rispetto alla più tradizionale attività bancaria", è stato altresì osservato che il recepimento nell'ordinamento interno delle disposizioni della *direttiva PSD* "genererà un *vulnus* ulteriore

del TUB, soggetti la cui disciplina dà rispettivamente attuazione alla direttiva 2000/46/CE del 18.9.2000 – in seguito "*direttiva IMEL*" – e alla direttiva 2007/64/CE del 13.12.2007 – in seguito "*direttiva PSD*"), e nel caso di specie, dallo sviluppo, favorito dalla diffusione delle tecnologie telematiche, del fenomeno del c.d. "*social lending*", altrimenti conosciuto come "*peer-to-peer lending*" o "*person to person lending*".

Attività questa che – nel replicare le dinamiche relazionali del c.d. *social networking* – si sostanzia nell'utilizzo della rete *Internet*, e di appositi prestatori di servizi non strettamente bancari, per porre in essere operazioni di "concessione di prestiti" (*lending*) di limitato importo direttamente ed esclusivamente tra persone fisiche (*peer-to-peer*), mettendo quindi in relazione tramite una "piattaforma *web* di mercato del denaro" quelle interessate a prestare modeste quantità di denaro (prestatori/*lenders*) con altre aventi necessità di finanziamento (richiedenti/*borrowers*), senza ricorso (*rectius*: affidamento) quindi all'attività d'intermediazione creditizia tradizionalmente, e professionalmente, svolta dalle banche, né a quella di concessione

---

e notevole alla riserva di attività delle banche"; infatti, a differenza di quanto avvenuto con la disciplina degli IMEL, "il caso degli IP presenta elementi di confusione più accentuati sia perché con alcune cautele possono concedere credito (v. art. 16, §3, direttiva 2007/64/CE), sia perché – in prima approssimazione – essi sembrano svolgere una funzione monetaria in quanto il loro compito è proprio quello di effettuare la raccolta dei fondi a vista in funzione della gestione dei mezzi di pagamento. Gli IP sono, dunque, banche? L'ipotesi può al più esprimere una tendenza di lungo periodo, ma allo stato essa deve essere radicalmente esclusa", V. SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, in AA.VV., *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni*, a cura di M. MANCINI e M. PERASSI, *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, n. 63/2008, pp. 28-29.

di finanziamenti da parte di altri intermediari professionali a ciò abilitati.

In particolare, la vicenda giudiziaria in esame ha tratto origine dal ricorso al TAR del Lazio proposto da Zopa Italia S.pA., in seguito: Zopa, (società iscritta nell'elenco generale degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 TUB, in relazione all'esercizio nei, confronti del pubblico, delle attività di prestazione di "servizi di pagamento" e di "concessione di finanziamenti", con l'esclusione del rilascio di garanzie) per l'annullamento del decreto con cui il Ministero dell'Economia e delle Finanze, ritenendo sussistenti le violazioni contestate dalla Banca d'Italia e in accoglimento dell'apposita proposta dalla stessa ritualmente formulata[5], ha disposto – ai sensi

[5] Con l'entrata in vigore del D.Lgs. 21.11.2007, n. 231 di attuazione delle direttive n. 2005/60/CE e 2006/70/CE sul contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, il potere di proposta dell'Ufficio Italiano dei Cambi (ente originariamente costituito per la gestione del "servizio di cambia valute, in nome e per conto dello Stato" – cfr. B. CAVALLO, *Teoria e prassi della pubblica amministrazione*, Milano, 2005, p. 298 – e successivamente trasformato, ai sensi della L. 17.12.1997, n. 433 e del D.Lgs. 26.8.1998, n. 319, in "ente pubblico strumentale della Banca d'Italia") contenuto nell'art. 111 TUB deve intendersi infatti attribuito alla Banca d'Italia.

Infatti, l'art. 62 del D.Lgs. 231/2007, da un lato, ha disposto la soppressione (a far data dal 1° gennaio 2008) dell'UIC ed il trasferimento alla Banca d'Italia delle competenze e dei poteri attribuite allo stesso UIC dal TUB e da numerose altre disposizioni legislative in tema di controlli finanziari, prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo internazionale (tra cui: D.Lgs. 26.8.1998, n. 319; D.L. 3.5.1991, n. 143, convertito, con modificazioni in L. 5.7.1991, n. 197 e poi modificato dai D.Lgs. 26.5.1997, n. 153 e D.Lgs. 20.2.2004, n. 56; L. 17.1.2000, n. 7; D.L. 28.6.1990, n. 167, convertito con modificazioni dalla L. 4.8.1990, n. 227, e poi modificato dal D.Lgs. 30.4.1997, n. 125; D.L. 12.10.2001, n. 369, convertito con modificazioni dalla L. 14.12. 2001, n. 431; D.Lgs. 22.6.2007, n. 109; L. 6.2.2006, n. 38, recante disposizioni in materia di lotta contro lo sfruttamento sessuale dei bambini e la pedopornografia anche a mezzo Internet. Ne risulta che la Banca d'Italia ha assunto, tra l'altro, "la gestione degli albi e degli elenchi relativi agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale [...di cui all'art. 106 TUB...], agli agenti in attività finanziaria [...di cui all'art. 3 del D.Lgs. 25.9.1999, n. 374...], ai mediatori creditizi [...di cui all'art. 16

dell'art. 111, co. 1, lett. *a*) e *c*), TUB – la cancellazione con effetto immediato di Zopa dal suddetto elenco generale.

2. Tra le questioni più rilevanti affrontate in questa sede dal Collegio giudicante rileva innanzitutto, almeno con riferimento ai profili ordinamentali che qui interessano, quella dell'apprezzamento del margine di discrezionalità riservato alle competenti "Autorità creditizie" circa l'*an* e il *quando* dell'adozione del suddetto provvedimento di cancellazione dall'Elenco generale degli intermediari finanziari "non bancari".

Secondo la società ricorrente, infatti, le modalità e le tempistiche di adozione del provvedimento di cancellazione in parola avrebbero precluso alla stessa di procedere all'implementazione di un modello operativo in grado di eliminare le irregolarità riscontrate, ed evitare così la cancellazione stessa. Al riguardo, il Collegio giudicante ha tuttavia puntualmente rilevato che la cancellazione di un intermediario finanziario di cui all'art. 106 TUB dal relativo Elenco generale "costituisce l'unica misura sanzionatoria prevista"

---

della L. 7.3.1996, n. 108…] e agli operatori professionali in oro […, nonché i compiti precedentemente svolti dall'UIC per la gestione delle riserve ufficiali in valuta estera, l'elaborazione…] delle statistiche della bilancia dei pagamenti e della posizione patrimoniale sull'estero e lo svolgimento delle attività […] di Agenzia nazionale di codifica degli strumenti finanziari e di gestione dell'anagrafe degli strumenti finanziari esteri trattati dagli operatori residenti", BANCA D'ITALIA, *Relazione al Parlamento e al Governo*, Roma, 2008, p. 17), dall'altro, ha disposto la successione "universale" della Banca d'Italia nei diritti e nei rapporti giuridici di cui l'UIC era titolare e stabilito che ogni riferimento all'UIC contenuto in leggi o atti normativi debba intendersi effettuato alla Banca d'Italia.

laddove risultino sussistenti e accertati i presupposti previsti dall'art. 111 TUB[6].

In pratica, come correttamente evidenziato, è dato rilevare che al ricorrere di tali presupposti non è prevista nell'ordinamento finanziario nazionale "alcuna soluzione intermedia, quale ad esempio, la sospensione cautelare, rispetto a quella che sancisce la definitiva espulsione [...dell'intermediario...] dal novero dei soggetti autorizzati, la cancellazione rappresenta l'unico rimedio – di una certa gravità – che le Autorità possono esperire"[7].

Soluzioni "intermedie" risultano contemplate, invece, nei confronti degli intermediari finanziari "*near banks*" iscritti nell'Elenco speciale di cui all'art. 107 TUB, il cui co. 4-*bis* conferisce direttamente alla Banca d'Italia proprio il potere di imporre agli intermediari in parola il "divieto di intraprendere nuove operazioni" e "disporre la riduzione delle attività", nonché di "vietare la distribuzio-

---

[6] In realtà come meglio specificato in dottrina "la cancellazione dall'elenco generale si configura come un provvedimento straordinario teso ad evitare che, al ricorrere di gravi circostanze, gli intermediari continuino a svolgere la propria attività. Si tratta di provvedimento che può avere sia valenza sanzionatoria, essendo diretto a colpire comporta menti illegittimi e l'inosservanza di regole operative, sia di mera estromissione del soggetto (privo dei necessari requisiti) dal settore finanziario, con la possibilità di continuare a svolgere attività di tipo diverso" G. ROTONDO, *Commento sub art. 111*, in AA.VV., *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di F. BELLI, G. LOSAPPIO, M. PORZIO, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, Milano, 2010, *bozze di stampa*, p. 873-874.

[7] S. MONETI, *La disciplina degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Il governo delle banche in Italia: commento al Testo Unico bancario ed alla normativa collegata*, a cura di R. Razzante e L. Lacaita, Torino, 2006, p. 680. In senso conforme v. A. STANZIALE - U. PLACANICA, *La vigilanza sugli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. GALANTI, *Trattato di diritto dell'economia* diretto da E. PICOZZA e E. GABRIELLI, Volume V, Padova, 2008, pp. 682-683.

ne di utili o di altri elementi del patrimonio"[8], consentendo così un intervento preventivo dell'Organo di Vigilanza, che se del caso può anche "risultare prodromico alla più drastica misura di cancellazione dall'elenco generale"[9].

Pertanto, secondo l'orientamento espresso dal G.A. nella pronuncia in commento, al ricorrere dei presupposti di cui all'art. 111 TUB[10], l'Autorità competente (*i.e.* il Ministro dell'Economia e delle Finanze) è in pratica vincolata all'adozione del suddetto provvedimento di cancellazione, "non assumendo alcuna rilevanza in merito la circostanza che l'intermediario sia in grado di ravvedersi tempestivamente facendo venir meno in tempi celeri le suddette violazioni. Tuttavia per un principio di logicità e di economicità dell'azione amministrativa non può escludersi che l'Autorità competente possa anche tener conto, nell'ambito di una valutazione ampiamente discrezionale, prima di adottare la misura sanzionatoria de qua di tale ultimo elemento, che nella fattispecie in esame non è dato peraltro individuare".

Con riferimento alla competenza ad assumere il provvedimento di cancellazione dall'Elenco generale di cui all'art. 106 TUB giova osservare che sebbene questa sia riservata dal TUB in via esclusiva al menzionato Ministro, tuttavia, in base alla lettera dell'art. 111, co. 1, TUB "questo non può, in assenza di uno specifi-

---

[8] Cfr. A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2006, p. 102.

[9] G. ROTONDO, *Commento sub art. 107*, in AA.VV., *Testo unico bancario. Commentario*, *cit.*, p. 860.

[10] Per un analisi delle diverse fattispecie cfr. A. CARRIERO, *Disciplina e operatività degli intermediari finanziari*, in AA.VV., *Il mercato finanziario*, a cura di M. RISPOLI FARINA e G. ROTONDO, Milano, 2005, pp. 76 e ss.

co atto d'impulso, quale è la proposta dell'UIC [...ora della Banca d'Italia...], procedere d'ufficio"[11]. In tale cornice ordinamentale è richiesto, in particolare, al Ministro di verificare la sussistenza dei presupposi stabiliti dalla legge per l'adozione del provvedimento e, soprattutto, la correttezza logica e giuridica dell'*iter* procedimentale seguito dall'organo proponente (es. contestazioni degli addebiti e valutazione delle deduzioni presentate dall'intermediario), nonché procedere all'apprezzamento del carattere della "gravità"[12] delle violazioni di norme di legge o di disposizioni attuative del TUB eventualmente contestate all'intermediario[13].

3. Per quanto riguarda, invece, agli altri punti della pronuncia giudiziaria in commento cui s'intende qui dare principalmente rilevo (cfr. i passaggi della motivazione riportati in epigrafe *sub* 1 e 2), è dato osservare che, nel decidere per il rigetto del ricorso, il G.A. ha ritenuto di dover affrontare, "pregiudizialmente", la dirimente e controversa questione della compatibilità – esclusa nel caso di specie – delle particolari e concrete modalità operative delle attività d'intermediazione finanziaria svolte dalla ricorrente (funzionali

[11] S. MONETI, *La disciplina degli intermediari finanziari, cit.*, p. 680.

[12] In generale si ritiene che sia integrato il requisito della "gravità" della violazione laddove questa abbia coinvolto gli organi della società ed abbia avuto riflessi sulla gestione, sicché assumerebbero – di norma – tale qualificazione le violazioni delle norme di contrasto al riciclaggio e all'usura nonché di quelle sull'abusivismo bancario e finanziario. Sul punto cfr. A. PRINCIPE, *La cancellazione dall'elenco generale, Commento sub art. 111*, in AA.VV., *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO, Bologna, 2003, p. 1844.

[13] Sul tale ultimo profilo cfr. L. CRISCUOLO, *Commento sub art. 111*, AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di in F. CAPRIGLIONE , Padova, 2001, pp. 874 e ss.

alla asserita gestione di una piattaforma telematica per il "*peer-to-peer lending*" e conseguente materiale "trasferimento" dei fondi tra *lenders* e *borrowers*) con le norme nazionali e comunitarie (tra cui, in particolare, quelle della *direttiva PSD* le cui disposizione all'epoca dei fatti di causa non erano ancora state recepite nell'ordinamento interno[14]) in materia di riserve di attività di "raccolta di risparmio tra il pubblico" (art. 11, TUB), bancaria (art. 10, TUB) e finanziarie (art. 106, co. 1, TUB).

In particolare, la delineata esigenza è derivata dal fatto che una ipotesi di modello operativo funzionale a consentire l'attività di "*peer-to-peer lending*" tra privati fu preventivamente portato dalla

---

[14] Il recepimento delle disposizioni della *direttiva PSD* è, infatti, avvenuto solo con il D.Lgs. 27.1.2010, n. 11 (recante attuazione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, e che abroga la direttiva 97/5/CE) che ha, tra l'altro, inserito (cfr. artt. 33 e 34) nel TUB un nuovo Titolo V-*ter* ed un nuovo Capo II-*bis* al successivo Titolo VI. Come rilevato, il nuovo Titolo V-*ter*, nel disciplinare la figura degli IP, ha scorporato la prestazione professionale dei servizi di pagamento "dal quadro giuridico del precedente titolo V [...conferendo così alla stessa...] una rilevanza giuridica autonoma. [...Tuttavia...], la disciplina armonizzata è frammentata tra diversi titoli del Tub. Infatti, mentre il Titolo V *ter* è dedicato alla disciplina dell'accesso e dell'esercizio della prestazione professionale di servizi di pagamento e nel novellato Titolo VI consta la normativa comunitaria in tema di trasparenza contrattuale, restano al di fuori del perimetro del Testo Unico e del codice civile coordinate essenziali come l'elencazione dei servizi di pagamento o la definizione di "rimessa", ma altresì la disciplina degli obblighi e dei diritti dell'utente e dell'intermediario nel contratto di prestazione di servizi di pagamento. Questo risultato può difficilmente considerarsi in linea con lo sforzo del legislatore comunitario [...che nella *direttiva PSD* aveva invece predisposto...] una disciplina unitaria ed organica (sia pure non esaustiva) dei soggetti ai quali era riservato l'esercizio professionale dei servizi di pagamento al dettaglio, armonizzandone i requisiti di accesso e di esercizio (Titolo II), gli obblighi di informazione dell'intermediario ed i tratti essenziali del regolamento contrattuale del contratto di servizi di pagamento, nella forma del contratto-quadro come dell'esecuzione di incarichi occasionali (Titoli III e IV)", G. GIMIGLIANO, *Commento sub artt. 114-sexies – 114-undecies*, in AA.VV., *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di F. BELLI, G. LOSAPPIO, M. PORZIO, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, Milano, 2010, *bozze di stampa*, p. 913.

società ricorrente all'attenzione anche della Banca d'Italia (in ragione delle competenze ad essa attribuite in materia di tutela delle riserve di "attività di raccolta del risparmio tra il pubblico", "bancaria" e "finanziaria")[15], la quale lo ritenne non in contrasto con le riserve di attività di cui agli artt. 10, 11 e 106, TUB laddove concretamente realizzato nel rispetto di alcune irrinunciabili condizioni

[15] Come noto, infatti, l'esercizio di tali attività al di fuori dei casi previsti dalla legge ed in mancanza delle relative condizioni è suscettibile d'integrare forme di abusivismo penalmente sanzionate (cfr. artt. 130, 131 e 132 TUB), in esito all'accertamento delle quali (*rectius*: in presenza di un "fondato sospetto") la Banca d'Italia (ed in precedenza anche l'UIC) può denunziare i fatti al pubblico ministero per l'adozione dei provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c. ovvero richiedere direttamente al tribunale l'adozione dei medesimi provvedimenti.

Al riguardo, giova rilevare che le notizie, informazioni e dati in possesso della Banca d'Italia in ragione dell'attività di vigilanza bancaria e finanziaria dalla stessa esercitata sono coperti da "segreto d'ufficio" ai sensi dell'art. 7 TUB, segreto cui sono vincolati anche i dipendenti dello stesso Istituto, i quali in particolare – ai sensi del comma dello stesso art. 7 – «nell'esercizio delle funzioni di vigilanza» sono qualificati come "pubblici ufficiali" ed «hanno l'obbligo di riferire esclusivamente al Governatore tutte le irregolarità constatate, anche quando assumano la veste di reati», sicché non trova applicazione nei loro confronti (che ai sensi dell'art. 357 c.p. rivestono la qualifica "pubblici ufficiali" anche agli effetti della legge penale) l'obbligo penalmente sanzionato (artt. 361-363 c.p.) di denuncia della *notizia criminis* al pubblico ministero o a ufficiale di polizia giudiziaria previsto, invece, in via generale dall'art. 331 c.p.p. a carico dei "pubblici ufficiali". In realtà in questi casi l'obbligo di denuncia permane, ma deve essere assolto solo nei confronti del Governatore della Banca d'Italia tenuto a sua volta all'obbligo di comunicare la notizia (nominata) di reato "allorché la divulgazione di essa o l'avvio di indagini preliminari non potranno più pregiudicare l'interesse pubblico" affidato alle sue cure (M. SCAPARONE, *Indagini preliminari e udienza preliminare*, in AA.VV., *Compendio di procedura penale*, a cura di G. CONSO e V. GREVI, Padova, 2008, p. 494). Come evidenziato, il ruolo di "filtro" così attribuito all'Autorità di vigilanza avrebbe la funzione di "consentire alla stessa di adottare in via immediata provvedimenti ritenuti necessari o opportuni, prima della presentazione della denuncia alla magistratura che [...] resta un atto comunque dovuto" (F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 46). Ne consegue che l'esercizio della facoltà di "ritardare" la trasmissione d'informazioni ed elementi di prova all'autorità giudiziaria è legittimo nella misura in cui ciò sia assolutamente necessario rispetto al perseguimento delle finalità proprie dell'attività di vigilanza bancaria e finanziaria di cui agli artt. 5 del TUB e del TUF (cfr. M. CONDEMI, *La collaborazione con le altre Autorità*, in AA.VV., *La nuova legge bancaria*, cura di P. FERRO-LUZZI e G. CASTALDI, Milano, 1996, pp. 132 e ss.).

(relative alle caratteristiche soggettive dei prestatori e dei richiedenti dei fondi e a quelle oggettive delle singole transazioni)[16], e soprattutto a condizione che i previsti trasferimenti delle somme di denaro tra i conti intestati ai singoli *lenders* e quelli intestati ai singoli *borrowers* (conseguenti alla conclusione, esclusivamente tra gli stessi, di contratti di finanziamento risultanti da "trattative personalizzate"[17], da questi condotte per il tramite della piattaforma *web* gestita da Zopa) fossero eseguiti dalla stessa Zopa – in virtù di apposita procura – nell'esercizio di una "mera" attività di "prestazione di servizi di pagamento *on line*", senza possibilità quindi di acquisizione da parte di quest'ultima della proprietà dei fondi trasferiti, né dell'insorgere in capo alla stessa di alcuna posizione debitoria nei confronti delle parti ovvero obbligo di "rimborso"[18]. Ciò posto, fu

---

[16] Le ulteriori condizioni operative richieste erano che: 1) i *lenders* dovevano dichiarare all'atto dell'adesione alla piattaforma digitale di agire nella qualità di persona fisica ed al di fuori di qualsiasi attività professionale; 2) l'importo riconosciuto dei singoli finanziamenti come quello riconosciuto ai *borrowers* doveva essere fissato ad un livello adeguatamente contenuto; 3) doveva essere assicurato il requisito della personalizzazione delle trattative.

[17] Il requisito della personalizzazione delle trattative concorre infatti ad escludere il possibile ricorrere di un'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico. In particolare, ai sensi dell'art. 2, co. 2, della delibera del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR) n. 1058 del 19 giugno 2005, sulla raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche, "non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico quella effettuata sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, mediante contratti dai quali risulti la natura di finanziamento". Risulta sotto questo profilo confermata una tipizzazione della "raccolta del risparmio" riservata nel senso di quella raccolta realizzata "attraverso forme di contrattazione standardizzata, significative di una rilevanza anche quantitativa della raccolta" stessa, cfr. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2001, pp. 188-189.

[18] Sul punto l'art. 1 della citata delibera CICR del 19 giugno 2005 n. 1058 dispone che l'obbligo di rimborso in relazione ad operazioni di acquisizione di fondi è idoneo ad interare la fattispecie della raccolta del risparmio anche se "i tempi l'entità del rimborso" sono condizionati da clausole di postergazione o dipendono da parametri oggettivi (comma 2) e che tale obbligo anche se escluso o non espressamente previsto "si considera sussistente nei casi in cui esso sia desumibile dalle caratteristiche dei flussi finanziari connessi con

comunque ritenuto rispettoso dei regimi di riserva sopra richiamati il fatto che nell'esecuzione di tale trasferimento monetario le somme in parola potessero transitare "momentaneamente" su un "conto di appoggio" per esclusive esigenze e finalità di verifica della consistenza e regolarità delle relative transazioni.

Con riferimento a tale ultimo aspetto, accertamenti ispettivi di vigilanza condotti presso l'intermediario accertarono però che gli incassi ed i pagamenti relativi ai "servizi" offerti ai *lenders* ed ai *borrowers* aderenti alla piattaforma telematica gestita dall'intermediario transitavano a livello operativo su due "normali" conti correnti bancari infruttiferi (denominati conto "*Omnibus prestatori*" e conto "*Omnibus richiedenti*") intestati esclusivamente a nome della stessa Zopa. Nell'occasione fu altresì accertato che quest'ultima, essendone il titolare, poteva liberamente disporre (era anzi l'unica legittimata a farlo), del saldo di tali *conti omnibus*, al pari di un "normale" correntista bancario, senza che i *lenders*, i *borrowers* o lo stessa banca depositaria (nell'interesse di questi) potessero opporsi all'esecuzione dei relativi atti di disposizione, neanche nell'ipotesi in cui questi ultimi fossero stati eventualmente posti in essere in violazione del vincolo di destinazione dei fondi giacenti su tali *conti omnibus* alla puntuale esecuzione da parte di Zopa dell'incarico (da questa ricondotto alla figura del mandato *ex* art. 1703 c.c.)[19] di trasferimento di danaro tra *lenders* e dei *borrowers*

---

l'operazione" (comma 3).

[19] Per una recente analisi di tale figura contrattuale e del suo inquadramento sistematico rispetto alle altre ipotesi giuridicamente qualificate dell'agire in conto altrui, cfr. G. BALDINI, *Il mandato*, in AA.VV., *I contratti d'intermediazione*, a cura di G. CASSANO e M.E.

nell'ambito dei citati servizi di pagamento *on line*. Inoltre, fu accertato che i *lenders* potevano, tra l'altro, chiedere a Zopa la restituzione in ogni tempo dei fondi "consegnati"/"depositati", addirittura anche *dopo* l'avvenuta concessione del finanziamento/esecuzione del trasferimento dei fondi ai *borrowers*.

Pertanto, a fronte di tali concrete modalità operative dell'attività svolta da Zopa, l'Organo di Vigilanza – nell'ascrivere rilevo dirimente agli aspetti sostanziali piuttosto che a quelli formali al fine dell'inquadramento giuridico della fattispecie – ha ritenuto sussistere di fatto una forma di "raccolta di risparmio tra il pubblico" ai sensi dell'art. 11, co. 1, TUB, esercitata in violazione della riserva di attività prevista a favore delle banche e degli altri soggetti indicati nei successivi commi dello stesso articolo 11 TUB (con conseguente violazione da parte della società ricorrente, abilitata all'attività di concessione di finanziamenti, anche della riserva di attività bancaria di cui all'art. 10 TUB e così anche del principio di esclusività dell'attività finanziaria stabilito dall'art. 106, co. 2, TUB per gli intermediari finanziari *non bancari*).

Ciò innanzitutto perché, secondo lo schema operativo ricostruito in sede di accertamenti ispettivi, la società Zopa si sarebbe, tra l'altro, interposta nel trasferimento di fondi tra *lenders* e *borrowers* acquisendo la proprietà (come ritenuto anche dal Collegio giudicante) dei fondi "impegnati" dai *lenders* in attesa del successivo trasferimento ai *borrowers*, risultando così asseritamente integrato uno dei principali "indici" che – insieme a quelli parimenti necessa-

GIANDOMENICO, Padova, 2009, pp. 2 e ss.

ri, e ritenuti altresì ricorrenti nel caso di specie, del carattere pubblico della raccolta[20] e della sussistenza di un obbligo di rimborso (requisito quest'ultimo ritenuto indefettibile già nella vigenza della *legge bancaria* del '36)[21] – sono tradizionalmente ritenuti sintomatici e identificativi di un'attività di raccolta di risparmio oggetto di riserva ai sensi dell'art. 11 TUB. Ambito questo in cui significative novità, idonee a ridurre ulteriormente l'estensione della riserva, sono state tuttavia introdotte proprio dal recepimento delle *direttiva PSD* sui servizi di pagamento (l'art. 35, comma. 4, del D. Lgs. 27 gennaio 2010, ha inserito in particolare nell'art. 11 TUB un nuovo comma 2-*ter* ai sensi del quale "non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento)[22].

---

[20] Al riguardo, giova richiamare l'osservazione secondo cui nel nostro ordinamento il termine "pubblico" è assunto in una pluralità di significati e "specificamente nel settore bancario finanziario (in senso ampio), la legge non è limitata ad enunciare il pubblico ma ha introdotto norme intese ad incidere, se non sulla definizione in sé del pubblico (almeno dal punto di vista formale), certamente sulla geometria del significato di questo termine [...]. Ne consegue che le norme che enunciano il pubblico sono diverse l'una dall'altra e sono altresì completate, sempre per indicazione di legge, da discipline regolamentari ancora una volta diverse (per fonte e contenuto)" (G. DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, Milano, 2004, pp. 336-337). Ciò posto, sulla specificazione degli elementi che qualificherebbero la raccolta come pubblica cfr. Sentenza della Cassazione SS. UU. del 15 marzo 1988, n. 2579, in *Giust. civ.*, 1988, 1, 155; A. SPENA, *La raccolta del risparmio tra il pubblico e la posizione dell'impresa bancaria sull'ordinamento creditizio (a proposito della sentenza n. 2579 del 1988 delle Sezioni Unite di Cassazione)*, in *Dir. Banc. Merc. fin.,* 1991, 1, pp.344 e ss. Come indicato dal CICR nella citata delibera del 2005 concorrerebbe, tra l'altro, ad escludere il carattere della pubblicità della raccolta la circostanza che questa sia "effettuata sulla base di trattative personalizzate".

[21] R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 202.

[22] Ciò posto, è stato correttamente osservato che l'esclusione *di diritto* della "ricezione di fondi" da parte degli Istituti di pagamento dalla fattispecie della raccolta dei depositi fra il

4. Tale qualificazione giuridica della realtà fattuale è stata tuttavia contestata dalla società Zopa, secondo la quale – anche in base all'incontrovertibile contenuto negoziale del contratti conclusi con i prestatori/*lenders* – il rapporto dalla stessa instaurato con i *lenders* medesimi avrebbe dovuto essere giuridicamente inquadrato e ricondotto nello schema del "contratto di mandato" di cui agli artt. 1703 e ss. c.c., così da farne conseguire l'esclusione *in nuce* della possibilità di acquisto da parte di Zopa della proprietà delle somme ad essa versate dai *lenders* (ed esclusivamente destinate all'esecuzione dell'incarico di trasferimento a favore dei *borrowers*).

Al riguardo, è dato infatti osservare che, giusta la nozione del contratto di mandato recata dall'art. 1703 c.c., oggetto dell'obbligazione del mandatario (nel caso di specie la società Zopa) è essenzialmente un *facere*. In particolare, il mandatario assume contrattualmente l'obbligo di compiere uno o più "atti giuridici" (es. conclusione di contratti, atti unilaterali, etc.)[23] per conto di

---

pubblico "in altro non si sostanzia se non nella funzionalizzazione assoluta delle somme depositate al servizio di pagamento. Tali somme servono, al pari di quelle depositate presso una banca, a garantire la funzione di pagamento, ma non possono [...assolutamente...] essere utilizzate per la funzione creditizia" (V. SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, *cit.*, p. 30). Nei limitati casi in cui agli IP è dunque consentito concedere credito/finanziamenti ciò potrà quindi avvenire esclusivamente con l'impiego di "fondi propri", o comunque con *fondi diversi* da quelli "ricevuti o detenuti ai fini dell'esecuzione di un'operazione di pagamento" (cfr. art. 16, § 3, lett. *c*), *direttiva PSD*).

[23] Con riferimento all'oggetto del contratto è stato, fra l'altro, osservato che "l'attività del mandatario non necessariamente si esaurisce nel compimento di atti giuridici ad effetti immediati o istantanei ovvero atti che configurino una prestazione unitaria", G. BALDINI, *Il mandato*, *cit.* p. 10.

un'altra parte. Di converso, ai sensi dell'art. 1719 c.c. il mandante è tenuto, salvo patto contrario, a somministrare al mandatario (che *ex* art. 1718 c.c. ne assume l'obbligo di custodia) "i mezzi necessari" per l'esecuzione del contratto di mandato e per l'adempimento delle obbligazioni che – a tal fine – lo stesso mandatario ha contratte in nome proprio.

Orbene, in tale cornice normativa è normalmente escluso che il mandatario – in assenza di un apposito e distinto titolo idoneo a produrre tale effetto – acquisisca *di per sé* la proprietà, ovvero il possesso, dei beni messi a sua disposizione del mandante per l'esecuzione nel mandato (che quindi non si confondo con il patrimonio del mandatario stesso), acquisendone piuttosto la mera detenzione[24] *alieno nomine* con obbligo di custodia degli stessi[25] e soprattutto di loro destinazione esclusiva all'esecuzione dell'incarico, da cui il conseguente obbligo *ex* art. 1713 c.c. di rimessione al mandante di tutto quando ricevuto a causa del mandato (sia *restituendo*,

---

[24] Al riguardo, giova rilevare che secondo un orientamento espresso dalla Suprema Corte con riferimento ad una ipotesi di mandato ad acquistare immobili nullo per difetto di forma, se l'acquisto sia posto in essere dal mandatario "non solo per proprio conto, ma distraendo a questo scopo di personale profitto il denaro del mandante, fiduciariamente consegnatogli per l'espletamento dell'incarico, l'appropriazione dei mezzi pecuniari somministrati ex art. 1719 c.c., in violazione del rapporto fiduciario, integra gli estremi di un illecito penalmente rilevante ed espone il mandatario a responsabilità risarcitoria ex delicto" per appropriazione indebita (Cass. civ., 3 aprile 1991, n. 3468).

[25] Come chiarito in sede giurisprudenziale l'obbligo di custodia gravante sul mandatario ai sensi dell'art. 1718 c.c. trova proprio nella disciplina del mandato il suo fondamento ed ha oggetto beni che non appartengono al mandatario, ma di cui egli si trova solo "incidentalmente" ad avere la detenzione, in quanto fornitigli dal mandante quali mezzi necessari per l'esecuzione del mandato, ovvero acquistati per conto di quest'ultimo o speditigli da terzi per conto del mandante stesso (cfr. Cassazione, sentenza del 4 aprile 1969, n. 1118).

e non quindi *rimborsando*, quanto non impiegato nell'esecuzione del mandato, sia *consegnando* quanto acquistato, ricevuto o consegnato da terzi in relazione alla esecuzione del mandato stesso).

Tale conclusione sembrerebbe mantenere la sua validità anche laddove i particolari "mezzi per l'esecuzione del mandato" siano costituiti, come nel caso di specie, da cose mobili fungibili come il danaro. Infatti, ai sensi dell'art. 1782 c.c. sul deposito irregolare, il depositario acquista la proprietà del danaro (o di altre cose fungibili) *solo laddove abbia anche la facoltà di servirsene*, effetto questo che si produce, invece, di diritto *ex* art. 1834 c.c. quando il deposito di una somma di denaro sia effettuato presso una banca[26] (espressione questa con cui, ormai non più solo nell'ambito del TUB, deve intendersi l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria, cfr. art. 1, co. 1, lett. *b*), TUB).

Pertanto, accogliendo *a tutti gli effetti* l'operare nel caso di specie dello schema negoziale e causale del mandato, alle somme di denaro giacenti sul conto "*Omnibus prestatori*" avrebbe potuto essere pacificamente riconosciuta la qualificazione giuridica di mezzi (monetari) di proprietà dei *lenders* e da questi "somministrati" al mandatario Zopa (che ne diventava così mero detentore) solo quale provvista necessaria per l'esecuzione da parte di quest'ultima società di un mandato di pagamento a favore dei *borrowers*, con conse-

[26] Si osserva al riguardo che la disposizione civilistica è funzionale a garantire proprio una delle peculiarità intrinseche della "raccolta bancaria", "vale a dire quella di potere essere utilizzata dalla banca al fine di concedere prestiti", V. SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, *cit.*, p. 29.

guente eventuale obbligo di mera *restituzione* e non di *rimborso* delle somme stesse (avendo tale obbligo ad oggetto danaro rimasto nel patrimonio del *lender*/mandante). Sarebbe stato così possibile escludere il verificarsi nel caso di specie di un'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico nell'accezione accolta dall'art. 11 TUB, riconducendo conseguentemente l'attività svolta da Zopa alla mera esecuzione di mandanti di pagamento associata alla gestione di una piattaforma *on-line* di "*peer-to-peer lending*" tra persone fisiche.

Tuttavia, come risulta dalle massime riportare in epigrafe, il Collegio giudicante ha osservato che in caso di "deposito irregolare di danaro" per escludere che il depositario acquisiti la proprietà dello stesso non è sufficiente che sussista per esso un divieto utilizzazione di tale danaro (come sembrerebbe dalla lettera dell'art. 1782 c.c.), essendo necessario in presenza di beni fungibili che al momento della consegna vi sia stata altresì *individuazione e specificazione* dei beni depositati, in caso contrario chi riceve delle cose fungibili acquista *di per sé* il diritto di servirsene e ne diventa proprietario, fermo l'obbligo di restituzione del *tantundem*.

Inoltre – nell'avallare il criterio di interpretazione sostanzialistica seguito dalla Banca d'Italia – il G.A. ha ritenuto più corretto ascrivere rilievo preponderante, anche nella qualificazione giuridica dei fatti di causa, alle caratteristiche economiche e sostanziali della fattispecie "raccolta del risparmio" descritta all'art. 11 TUB, piuttosto che ai riferimenti strettamente formali (come ritenuto doveroso

anche da parte della dottrina[27], attesa tra l'altro l'estraneità, presumibilmente intenzionale, della terminologia in questa sede utilizzata dal legislatore rispetto al lessico giuridico civilistico[28]). Ai sensi del primo comma di tale articolo, questa risulta in particolare integrata in tutti i casi di "acquisizione di fondi con obbligo di rimborso", anche quando la "forma" (strumento) in concreto a tal fine utilizzata sia diversa da quella del "deposito", con conseguente espressa irrilevanza quindi – rispetto alle finalità perseguite dalla norma – delle "forme" giuridiche e delle modalità operative con cui la suddetta raccolta/acquisizione di fondi viene di fatto ad essere realizzata[29].

Pertanto, al di là della formale qualificazione come mandato (di pagamento) del contratto tra la società Zopa e i *lenders*, il G.A. ha in questo caso stabilito che il transitare, seppure temporaneo, sul conto "*Omnibus prestatori*" (e "*Omnibus richiedenti*") intestato a Zopa delle somme relative ai servizi (di pagamento e di gestione di una "piattaforma *web* di mercato del denaro") prestati da quest'ultima integrava di fatto – in considerazione delle specifiche modalità di tenuta e gestione di tale conto, anche da punto di vista del relativo regime giuridico[30] – una vera e propria "forma" di rac-

---

[27] Cfr. M. PORZIO, *Le imprese bancarie*, in AA.VV., *Trattato di diritto commerciale*, diretto da V. BUONOCORE, Torino, 2007, p. 167; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino, 2004, p. 98.

[28] Cfr. G. DESIDERIO, *L'attività bancaria (fattispecie ed evoluzione)*, *cit.*, pp. 152 e ss.; P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, *cit.*, p. 99.

[29] Al riguardo è stato infatti osservato che in tale contesto il riferimento al "deposito" quale una delle possibili "forme" della raccolta del risparmio deve essere inteso in senso meramente esemplificativo, cfr. C. MOTTI, *commento sub art. 10*, in AA.VV., *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, a cura di F. BELLI, G. CONTENTO, A. PATRONI GRIFFI, M. PORZIO, V. SANTORO, Bologna, 2003, p. 163.

[30] In particolare, queste non garantivano, tra l'altro, un'adeguata c.d. "doppia separazione"

colta di risparmio tra il pubblico da parte di Zopa, incompatibile con il vigente regime normativo delle riserve di attività risultante dagli artt. 10, 11 e 106 TUB.

Simone Mezzacapo
Ricercatore di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Perugia

(opponibile anche a terzi) tra i fondi versati dei diversi *lenders*, ed ivi indistintamente confluiti, e tra questi ultimi ed il complessivo patrimonio della società (come ad esempio espressamente stabilito dall'art. 9 della *direttiva PSD* con riferimento ai fondi ricevuti da un IP da parte degli utenti di servizi di pagamento, cfr. V. SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, *cit.*, p. 32), con il conseguente rischio di esposizione degli stessi alla *compensazione reciproca*, salvo patto contrario, a favore della banca depositaria con il saldo di altri conti o rapporti pure intestati a Zopa (art. 1853 c.c.), nonché al regime di responsabilità patrimoniale di cui all'art. 2740 c.c. relativamente alle obbligazioni in generale assunte dalla stessa Zopa nello svolgimento della sua attività (sul punto cfr. A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 1, pp. 548 e 561; V. ROPPO, *La responsabilità patrimoniale del debitore*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, Tomo 1, Torino, 1997, pp. 485 e ss.; L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale*, in AA.VV., *Commentario al codice civile*, diretto da P. SCHLESINGER, Milano, 1991, pp. 3 e ss.; A. DI MAJO, *Responsabilità e patrimonio*, Torino, 2005, pp. 21 e ss.).

TRIBUNALE DI VENEZIA

5 novembre 2009 – Pres. Marina Caparelli – Est. Fidanzia

Intermediazione finanziaria – Obbligazioni Lehman Brothers - Valutazione di rating – Rilevanza – Inesistenza di valutazioni negative relative al titolo - Inadeguatezza dell'operazione – Esclusione

L'imprevedibilità del fallimento della società emittente i prodotti finanziari, unitamente all'elevato giudizio di rating espresso sui titoli obbligazionari, non copre di responsabilità l'intermediario che facendo riferimento alla valutazione del merito di credito, abbia correttamente concluso con il cliente l'operazione di investimento. Non si rinviene, dunque, alcuna violazione dell'obbligo di adeguata informazione (in particolare degli eventuali rischi di solvibilità) nei confronti della banca in caso di inaspettato default, atteso il comprovato affidamento nell'analisi finanziaria fornita dalle agenzie di rating (nel caso di specie Moody's e Standard & Poor's).

(Art. 37, Regolamento Consob n. 16190/2007; art. 1419 c.c.)

[Omissis…]

FATTO E DIRITTO

Va premesso che la presente sentenza viene redatta in forma abbreviata a norma dell'art. 16 comma 5° D.L.vo 17.1.2003 n. 5, con la conseguenza che per la parte narrativa deve richiamarsi quanto dedotto dalle parti nei rispettivi atti difensivi.

La sig.ra S.P. chiede accertarsi la nullità dell'ordine di acquisto di obbligazioni Lehman Brothers, impartito in data 8.2.2009, per un controvalore nominale di € 30.000,00 e per l'effetto chiede la condanna della banca convenuta alla restituzione della somma di € 30.000,00 oltre agli interessi ai tassi dei BOT sino al soddisfo.

In via subordinata, l'attrice chiede dichiararsi risolta, per grave inadempimento della banca, l'operazione di acquisto di cui è causa ed il relativo contratto quadro, ed in ulteriore subordine, l'annullamento ex art. 1429 o 1439 c.c. della stessa operazione, con condanna della banca alla restituzione della somma di € 30.000,00 oltre agli interessi ai tassi dei BOT sino al soddisfo.

L'attrice lamenta, in primo luogo, che la predetta operazione è nulla essendo stata posta in essere in assenza di un valido contratto quadro e ciò perché la banca, al momento dell'ordine, non aveva ancora adeguato il contenuto del contratto quadro alle prescrizioni dell'art. 37 regolamento Consob 16190/2007.

Ad avviso di questo Collegio, a prescindere dal fatto che l'attrice non ha precisato quali prescrizioni rilevanti nel caso di specie, imposte dall'art. 37 reg. Consob 16190/07, sarebbero state violate, il contratto quadro che non recepisca integralmente il contenuto del contratto quadro prescritto dall'art. 37 nuovo reg. Consob soddisfa comunque il requisito della forma scritta.

In primo luogo, le divergenze tra il testo del contratto di cui è causa e quanto richiesto dall'art. 37 reg. Consob concernono eventualmente profili che attengono alla disciplina dei comportamenti degli intermediari, e come tali non incidono sul momento genetico di formazione del contratto ma solo sull'esecuzione dello stesso.

E' comunque assorbente l'osservazione che il principio di conservazione del contratto di cui all'art. 1419 cod. civ. imponga che la eventuale nullità di quelle clausole incompatibili con la nuova disciplina non si riverberi sull'intero contratto — ma comporti solo la sostituzione di diritto delle clausole ritenute nulle con le prescrizioni imperative stabilite dalla più recente normativa.

L'attrice lamenta inoltre la violazione dell'art. 94 del T.U.F. n. 58/1998 per aver sollecitato l'investimento senza preventiva consegna del prospetto informativo.

Anche tale censura non coglie nel segno.

La sollecitazione all'investimento - che è definita dall'art. 1, lett t) T.U.F. come ogni offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari, ha come destinatario un pubblico indiscriminato di soggetti cui la banca offre il prodotto finanziario del quale è collocatore.

Nel caso di specie, la banca convenuta non è collocatrice delle obbligazioni Lehman Brothers essendosi limitata ad acquistarle presso terzi su incarico della propria cliente.

La sig.ra S.P. ha lamentato altresì che la banca non ha segnalato il proprio conflitto di interessi nella operazione di cui è causa, che ha posto in essere un'operazione inadeguata per tipologia in mancanza di apposita autorizzazione scritta dell'investitrice e che in generale non si è comportata con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse della cliente.

La doglianza secondo cui la banca avrebbe agito in conflitto di interesse è infondata.

A prescindere dal rilievo che anche qualora una operazione di investimento venga posta in essere dalla banca in c.d. "contropartita diretta" non può essere presunto il conflitto di interessi, dovendo il cliente dimostrare che la banca ha inteso soddisfare un interesse diverso ed ulteriore da quello dell'investitore, nel caso di specie, è documentale che la banca ha acquistato le obbligazioni Lehman sul mercato borsistico. Non a caso per tale operazione ha ricevuto una commissione pari allo 0,5%.

Non si vede quindi come sia ravvisabile un conflitto di interesse in relazione a titoli che non sono mai stati nel portafoglio della banca.

In ordine all'asserito compimento di operazione inadeguata per tipologia, ad avviso di questo Collegio la predetta operazione è pienamente adeguata al profilo di rischio dell'investitrice.

Anche a voler ritenere che la dichiarazione resa all'attrice all'atto della stipula del contratto quadro di cui è causa con riferimento al suo profilo di rischio (alto) sia stata effettivamente il frutto di un errore e che quindi l'attrice sia un'investitrice prudente, in ogni caso, da un esame dei titoli presenti nel suo portafoglio prima dell'operazione del 8.2.2008 emerge che tali titoli erano della stessa ed identica tipologia di quelli di cui è causa (obbligazioni di banca estera).

In particolare, dall'esame del doc. 2 di parte convenuta, risulta che l'attrice ha disinvestito obbligazioni Rabobank per l'importo di circa € 50.000,00 ed ha acquistato obbligazioni Lehman Brothers per € 30,000,00 e obbligazioni Morgan Stanley per € 20.000,00 e già deteneva nel suo dossier obbligazioni Morgan Stanley per circa € 30.000,00.

Non può quindi ritenersi che tale operazione sia stata posta in controtendenza con le scelte di investimento dell'attrice - ella stessa ammette che il tasso delle Lehman non si discostava in modo significativo dal rendimento offerto dai titoli di Stato - con la conseguenza che, da un lato, non occorreva la segnalazione di inadeguatezza per oggetto e tipologia, mentre, dall'altro, correttamente la banca ha segnalato l'inadeguatezza per dimensioni avendo l'attrice concentrato in obbligazioni oltre il 35% del proprio portafoglio titoli.

Al momento dell'acquisto del 8.2.2008, il soggetto emittente godeva di un rating di tutto rispetto e in particolare un rating di categoria A1 per l'agenzia specializzata Moody's e A per l'agenzia Standard Poor (agenzie la cui peculiare attività consiste proprio nel valutare il merito di credito, in termini di solvibilità, delle società pubbliche e private e degli Stati).

Come si evince dai documenti prodotti in giudizio dalla banca, e non contestati dall'attrice, la società Lehman Brothers ha conservato il proprio rating in categoria A fino al 15 settembre 2009, giorno in cui è stata dichiarata fallita (dal 16 settembre è stata sospesa a tempo indeterminato la negoziazione di tali titoli, vedi doc. 7 convenuta). Proprio tale circostanza rende palese che il mercato finanziario non ha mai avvertito, prima dell'irreparabile, i sintomi del default; diversamente il

rating delle Lehman sarebbe precipitato ben prima, come avvenne per i bond argentini dal marzo 2001 in poi.

L'attrice assume che la banca avrebbe violato gli obblighi informativi su di essa incombenti e che non può liberarsi dalla responsabilità invocando il rating ampiamente positivo delle obbligazioni Lehman.

Questo Collegio non condivide questa impostazione.

Non può rimproverarsi alla Banca di non aver previsto il default della Lehman Brothers se neppure le agenzie di rating lo hanno previsto. Né la banca convenuta si trovava in una sorta di osservatorio privilegiato al cospetto dell'emittente: a prescindere dal diverso ambito di operatività dei due istituti bancari, la banca convenuta non vantava neppure una posizione creditoria nei confronti del soggetto emittente che la legittimasse eventualmente ad avere accesso alla sua contabilità.

L'attrice contrappone la rischiosità del titolo Lehman a quello emesso da emittenti "di massima solidità" come le banche estere Morgan Stanley e Rabobank. In realtà, circostanza pacifica in quanto non specificamente contestata dall'attrice a norma dell'art. 10 comma 2 bis d. Lgs. n. 5/03 è che anche colossi bancari come City Group e Morgan Stanley non sono falliti solo per l'intervento determinante del Governo americano a loro ausilio.

In conclusione, essendosi il default dell'emittente Lehman palesato del tutto improvviso ed imprevedibile - come altrettanto imprevedibile era la crisi finanziaria della Morgan Stanley risolta solo per interventi esterni - la condotta della banca deve ritenersi immune da censure.

Le domande dell'attrice vanno dunque rigettate.

Data la novità della questione trattata, sussistono giusti motivi per compensare integralmente le spese dì lite.

P.Q.M.

Il Tribunale di Venezia, definitivamente pronunciando tra le parti in epigrafe, ogni contraria istanza ed eccezione disattesa, rigetta le domande della sig.ra S.P.; compensa tra le parti le spese di lite.

Venezia, così deciso il 5.11.09

IL GIUDIZIO DI RATING: INCIDENZA SULLE NEGOZIAZIONI FINANZIARIE E SULLA STABILITÀ DEI MERCATI

1. La sentenza in commento affronta la tematica della esclusione di responsabilità dell'intermediario finanziario in presenza di un positivo giudizio di *rating* su titoli obbligazionari improvvisamente caduti in *default*. In particolare, il Tribunale esamina la questione della violazione da parte della banca degli obblighi informativi relativi alla rischiosità del titolo, che ad avviso dell'investitore non viene meno in presenza di un *rating* positivo delle obbligazioni (nella fattispecie: *Lehman Brothers*).

La parte attrice asserisce l'esistenza di un elevato rischio di solvibilità per i titoli *Lehman* rispetto a quelli emessi da *Morgan Stanley* e *Rabobank*; da qui, la richiesta ex art. 1429 o 1439 c.c. di nullità dell'operazione di investimento con conseguente invalidità del contratto quadro posto in essere dalla banca in violazione delle disposizioni contenute nell'art. 37 del Regolamento Consob n. 16190/2007. Tali doglianze che non vengono condivise dal Tribunale: se ne afferma l'infondatezza e si evidenzia la mancanza di responsabilità della banca, la quale ha operato in base ad un positivo *rating* e non poteva di certo prevedere un inatteso e catastrofico dissesto dei titoli negoziati.

La sentenza in esame appare interessante sotto un duplice profilo: per un verso, in quanto costituisce un importante riferimento per ciò che riguarda il ruolo delle agenzie di *rating* (e per l'identificazione del valore che il giudizio da esse emesso assume sul comportamento degli operatori economici), per altro perché segna i confini che contraddistinguono il dovere di informare

l'investitore in ordine agli eventuali rischi di non solvibilità che possono derivare da un imprevedibile tracollo del titolo.

Al riguardo, appare significativa la circostanza che i giudici di *prime cure* hanno con chiarezza affermato come l'improvvisa crisi finanziaria sviluppatasi sui mercati finanziari - coinvolgendo alcune importanti società commerciali internazionali - non abbia determinato una responsabilità in capo alla banca (per mancata previsione del rischio di imminente fallimento). Da qui il principio secondo cui in presenza di un consolidato giudizio di *rating*, l'emittente potrebbe essere esonerato dall'obbligo di informare il cliente di tutte le conseguenze che derivano da un immediato declassamento dell'obbligazione.

Si delinea così una prospettiva nella quale le società di *rating* sono elevate ad arbitri delle negoziazioni finanziarie, con ovvia esclusione dell'osservanza di un diligente comportamento che possa prevedere l'andamento dei mercati (nel caso di specie pur avendo la percezione di pericolosi squilibri connessi allo scandalo dei c.d. mutui *subprime*). Si individua, per tal via, un *gap* normativo all'interno di un sistema finanziario caratterizzato sempre più da una multinazionalizzazione delle regole e da un progressivo policentrismo delle fonti di produzione giuridica. Ne consegue che fare completo affidamento su valutazioni provenienti da organismi di diritto privato non regolamentati – quali sono le agenzie di analisi e valutazione dei titoli finanziari - comporta l'inevitabile pericolo di svuotare di contenuto precettivo le norme a tutela del contraente debole; ciò, ferma l'esigenza di orientare la disciplina del rating al *need of protection* del pubblico risparmio.

In tale contesto poca rilevanza assume l'elemento sottolineato dai giudici veneti della non legittimazione della banca ad avere accesso alla contabilità della società emittente; ed invero, la considerazione che deve guidare l'interprete riguarda l'obiettivo primario dell'intermediario di adoperarsi per ridurre le asimmetrie informative nella circolazione dei prodotti finanziari (salvaguardando la trasparenza del prezzo e presidiando il rischio di improvvise distorsioni). L'orientamento della pronuncia in commento rende il giudizio di *rating* assolutamente immune da censure, con ovvi interrogativi circa la possibilità di escludere qualsiasi tipo di responsabilità in capo alla banca; inoltre, esso lascia il risparmiatore sprovvisto di garanzie, evenienza che denota peculiare gravità ove si tenga conto del fatto che, nella fattispecie, l'investitore ancor più dell'intermediario, non era in grado di avvertire gli irreparabili sintomi di un incombente *default*.

Non a caso nel corso del procedimento giudiziario viene evidenziato come unico dovere di informazione dell'istituto di credito quello di segnalare ‹‹l'inadeguatezza per dimensioni del portafogli titoli del cliente››; va da sè che, in costanza di una affidabile valutazione di *rating,* siano stati posti in secondo piano gli obblighi previsti dagli artt. 21-23 del Testo unico in materia di intermediazione finanziaria. Da qui il convincimento che sia necessario procedere ad un obiettivo ripensamento del ruolo che le società di *rating* ricoprono all'interno del mercato finanziario, al fine non soltanto di preservare la fiducia nell'investimento, ma anche per fornire una concreta tutela all'*agere* economico.

2. Vengono, quindi, in considerazione i profili economico-giuridici dell'attività di *rating*, la cui significatività si evince dal

giudizio sulla operatività dei *raters* fornito dalla dottrina[1]. Ed invero le valutazioni di questi ultimi assumono particolare importanza, in quanto rappresentano un indice di affidamento e reputazione delle società emittenti i titoli obbligazionari. Sicché la questione affrontata dal Tribunale incide non soltanto sulla tutela dei risparmiatori (di certo influenzati nelle loro scelte d'investimento dalle indicazioni delle agenzie di *rating*), bensì sul mantenimento di adeguati livelli di trasparenza e correttezza degli operatori economici. Ciò in quanto l'*agere* degli intermediari viene ad essere fortemente condizionato dalle analisi divulgate dai *raters* sotto forma di opinioni finanziarie; con ovvi riflessi, a livello generale, nelle determinazioni concernenti la costituzione di adeguati presidi a protezione delle operazioni di investimento[2].

Un primo profilo d'indagine concerne la carenza di informazioni subita dall'investitore, il quale - con riguardo all'inatteso fallimento dei titoli *Lehman* - non è stato messo in grado (dall'operato dell'intermediario) di interpretare l'andamento del mercato e, dunque, di percepire i possibili rischi di insolvenza derivanti da (imminenti) declassamenti del *merito di credito* dell'ente emittente. Non v'è dubbio, infatti, che se è possibile identificare il *rating* come un giudizio sulla solidità e credibilità del prodotto finanziario negoziato, è altrettanto certo

---

[1] Sul tema MORETTINI, *Il Fondo Monetario Internazionale e le reti globali di regolatori finanziari*, in BATTINI (a cura di), *La regolazione globale dei mercati finanziari*, Quaderno n. 3, *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Milano, 2007, pp. 323-324, ove si precisa che ‹‹il *rating* consiste nel risultato di un processo di valutazione della salute finanziaria dei soggetti emittenti siano essi aziende private, pubbliche istituzioni o Stati››.

[2] Cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari Investitori Mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 141. In particolare, viene affermato che ‹‹il giudizio di *rating* si pone come primo (ed a volte unico) elemento di valutazione della rischiosità e, più in generale, della validità di una determinata operazione››.

che esso rappresenta un elemento di indirizzo nelle scelte di investimento[3].

Ulteriore, significativo aspetto d'analisi è costituito dalla inadeguata regolamentazione prevista per le società di *rating*: da ciò deriva una distorta discrezionalità nell'utilizzo di metodologie di valutazione dei dati in possesso dell'operatore. Ed invero, non essendo configurabile un preciso obbligo del *rater* di assicurare che l'informazione divulgata rispecchi effettivamente l'atteso rendimento del titolo, se ne deduce che è demandata all'intermediario la gestione del giudizio di *rating*, da effettuare secondo i canoni di corretta e diligente professionalità[4].

Da qui la problematica di verificare l'attendibilità dei dati posseduti dalle agenzie che nella maggior parte dei casi coincidono con quelli posseduti dagli emittenti; per cui diviene molto difficile valutare il grado di responsabilità in capo ai soggetti deputati alla gestione e lavorazione di tali *report*[5]. Ciò anche in ragione del fatto che i *raters* non devono provare di aver accertato

---

[3] Si rinviene nell'attività di *rating* la tempestiva capacità di valutazione del merito di credito ravvisandosi, ove necessario, una forma di responsabilità extracontrattuale verso i terzi investitori che si concretizza nel danno da legittimo affidamento prestato alla valutazione emessa dall'agenzia. A tal proposito si v. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, n. 7, pp. 640-641.

[4] Cfr. D'ALFONSO, *Violazione degli obblighi informativi da parte degli intermediari finanziari: la tutela del risparmiatore tra rimedi restitutori e risarcitori*, in *La Responsabilità Civile*, 2008, n. 12, p. 980. Viene sottolineato, nell'ambito della disciplina dell'intermediazione finanziaria, che l'osservanza dei doveri comportamentali contribuisce al miglioramento della protezione dell'investitore ed all'efficiente allocazione dei prodotti finanziari.

[5] Viene fatto notare come ‹‹the agencies were being paid by the very banks issuing the structured products requiring a rating. To be sure, this is potentially a conflict of interest, resembling the relationship between accountancy firms and the companies whose books they sign off. But the real mystery is why the market does not correct these conflicts››, Financial Times, *Rating agencies*, 14 maggio 2010, reperibile in *www.ft.com*.

la concreta veridicità delle informazioni a base del loro giudizio, essendo tenuti soltanto a stilare un'opinione sulle caratteristiche finanziarie del titolo oggetto di valutazione. D'altronde le agenzie, mediante prospetti sintetici di stime (generalmente reperibili sulla stampa) delineano solamente un'analisi sull'attendibilità del prodotto gestito dalla società emittente.

Connessa alla menzionata carenza disciplinare è, poi, la mancata individuazione (a livello giurisprudenziale) di ben definite fattispecie[6]; appare, pertanto, ragionevole la considerazione secondo cui risulta frustrata, sul piano delle concretezze, la funzione (ascrivibile ai *raters*) di partecipare ai meccanismi decisionali di investimento previa riduzione delle forme di asimmetria informativa esistenti nel rapporto fra intermediario e contraente debole[7]. Per converso, questa prospettiva avrebbe dovuto supportare la riferibilità al *rating* nell'interpretazione che la prevalente dottrina ha dato alle disposizioni del Testo unico sull'intermediazione finanziaria, in particolare nelle regole a tutela della correttezza ed affidabilità degli intermediari (artt. 21 e 23) e nelle norme di cui agli artt. 27-31 del Regolamento Consob

[6] Frammentario risulta l'apparato normativo delle c.d. *rating agencies*: se a livello internazionale, si fa principalmente riferimento alle *guidelines* e *standards* emanati dall'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e dal *Basel Committee of Banking Supervisors* (nello specifico dagli Accordi di Basilea II), in sede comunitaria solo di recente è stato approvato dal Parlamento europeo il Regolamento n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

[7] Cfr. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, pp. 45-46. In tale ambito, si evidenzia come ‹‹il dovere di informare incide sulla libertà di sfruttamento incondizionato della posizione di eguaglianza formale/disuguaglianza sostanziale, riequilibrandola (...) ma non incide sulla libertà contrattuale perché non tocca la scelta legislativa di lasciare allo scambio la funzione di strumento di circolazione della ricchezza››.

n. 16190/2007 sugli Intermediari[8]. Nello specifico, va considerato che il dovere di adeguata informazione attiene non soltanto alla fase negoziale dell'investimento, ma anche all'identificazione del rischio del credito e, dunque, alla possibilità di stabilire un rendimento con riguardo ad una determinata scelta finanziaria[9].

L'imprevedibile declassamento di un titolo obbligazionario, non percepito dallo stesso mercato finanziario, non dovrebbe comunque esonerare l'intermediario dalla responsabilità di fornire una completa ed adeguata informazione all'ignaro risparmiatore che di certo non può esserne a conoscenza, al di là del recepimento di semplici *rumors*[10]. A tal proposito va osservato che le agenzie di *rating* danno vita ad una forma di autoregolamentazione che, sebbene sottratta al controllo della vigilanza pubblica, è comunque in grado di interagire sulle decisioni di investimento, arrecando talora non pochi pregiudizi agli investitori[11].

---

[8] In particolare ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitti di interesse*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, I, pp. 9-20.

[9] In tal senso PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitori*, Padova, 2007, pp. 243-248. Emerge con attenzione come ‹‹la costruzione normativa in parola ha di mira la tutela del mercato unitamente alla protezione dei singoli investitori, sia con riguardo alle conseguenze che la violazione delle regole di comportamento può determinare nell'esecuzione delle contrattazioni, sia per quanto attiene ai riflessi sull'affidabilità degli intermediari››.

[10] Si richiamano, in tal sede, le pronunce più recenti; App. Torino, 2 dicembre 2009, Trib. Torino, 23 novembre 2009, Trib. Novara, 2 novembre 2009, in *Giurisprudenza Italiana*, 2010, pp. 601-609 con nota di COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari. Un quadro ben delineato: con qualche novità e corollario*; ed anche si v., App. Milano, 19 dicembre 2006, n. 3070, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 7-8, pp. 1679 ss, con nota di LUCCHINI GUASTALLA, *Obblighi informativi dell'intermediario finanziario e responsabilità nei confronti dell'investitore.*

[11] Cfr. CASSATELLA, *La regolazione globale del mercato dei valori mobiliari: la International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, in BATTINI, *op. cit.*, p. 172. Sulla razionalità delle decisioni di investimento riconducibili ad una corretta informazione finanziaria è invece incentrato il lavoro di LINCIANO, *Errori cognitivi e*

Da quanto precede discende una prima conclusione: solo una stringente disciplina degli organismi di *rating* può condurre al riconoscimento di forme di responsabilità diretta degli individui che in essi operano, all'uopo dovendosi aver riguardo alla metodologia di valutazione utilizzata. Va da sé che il giudizio emesso dai *raters* va ridefinito, qualificandolo alla stregua non di regolamentata attività che supporta il processo di formazione della trasparenza informativa del prodotto, in grado cioè di assistere (e meglio orientare) l'utente finale nelle operazioni di acquisto, contenendo il rischio di insolvenza del credito e mantenendo nel contempo accurata la previsione di rendimento[12].

Pertanto, alla luce delle considerazioni sopra esposte desta non poche perplessità la sentenza in esame, che evidenzia elementi di pericolosità con riguardo ai livelli di tutela all'inconsapevole investitore riconosciuti dal Tribunale in circostanze di imprevedibile dissesto finanziario dell'emittente[13].

3. L'analisi sul giudizio di *rating* si compendia nella valutazione circa l'efficiente allocazione dei prodotti finanziari che ad essa consegue; donde la particolare attenzione da dedicare agli elementi che influiscono sulle metodologie di stima della solidità patrimoniale delle imprese emittenti.

---

instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale, Quaderni di finanza Consob, 2010, n. 66, pp. 40-41.

[12] Cfr. CAPRIGLIONE, *Dalla trasparenza alla ‹‹best execution››: il difficile percorso verso il ‹‹giusto prezzo››*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2009, IV, pp. 475-480.

[13] Si fa principalmente rinvio a Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, Trib. Catania, 5 maggio 2006, Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, in *Resp. civ. prev.*, 2007, n. 4, pp. 912 ss, con nota di FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*.

Al riguardo, va tenuto presente che il *rating* si pone per solito a base delle aspettative degli agenti economici, che da esso traggono legittimo affidamento sul futuro andamento del titolo negoziato. Non v'è dubbio che le opinioni diffuse dai *raters* costituiscono una attendibile fonte informativa, a cui il mercato fa riferimento per la reputazione creditizia dell'obbligazione. A tal fine vengono, infatti, in considerazione i rischi connessi alla redditività dell'investimento (a sua volta desumibile dalla consistenza patrimoniale della società emittente) e la obiettiva funzionalità che il *rating* svolge all'interno del sistema finanziario[14]; di tal che, il set di informazioni divulgate risponde allo scopo di segnalare al risparmiatore gli indicatori per la verifica della rispondenza del credito alle attese di rendimento dell'operazione compiuta. E' evidente come l'attribuzione di un elevato *rating* consente di negoziare uno strumento finanziario con un basso pericolo di insolvenza ad un tasso di interesse non elevato; ciò comporta, in caso di errata valutazione, una immediata propagazione del *default* reputazionale dei *raters*, unitamente ad una veloce traslazione dei rischi dall'emittente all'intermediario[15].

In tale contesto logico le opinioni formulate dai *report* finanziari si risolvono in considerazioni sull'attitudine del titolo a sostenere un previsto *cash flow*; per cui tali valutazioni concor-

[14] La tematica è affrontata da PICARDI L., *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, VI, pp. 713-755. In particolare, viene affrontato ‹‹il problema dell'idoneità delle agenzie di rating a svolgere effettivamente la funzione di cani da guardia degli emittenti e, più in generale, di contribuire all'efficiente funzionamento del mercato finanziario››.

[15] Cfr. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Padova, 2009, pp. 42-63. In tale ambito vengono ad esempio analizzate le distorsioni causate dalla cartolarizzazione dei c.d. mutui *subprime*, evidenziando come ‹‹l'aspetto chiave nell'innovazione dei processi finanziari è, infatti, proprio quello della ricerca di una sempre maggiore flessibilità da parte degli intermediari››.

rono nella formazione di un giudizio di fiducia sull'adeguatezza del prodotto. Sotto altro profilo, va osservato che l'affidamento prestato dagli investitori nell'attività di *rating* diviene di per sé un *benchmark* di trasparenza sul mercato, con conseguente assunzione di credibilità delle *agenzie*. Da qui l'esigenza di interpretare le previsioni dei *raters* come strumentali alla correttezza delle operazioni di investimento, nonché alla accuratezza delle informazioni prodotte dagli operatori economici. Conseguentemente, l'*agere* delle società di *rating* non costituisce una forma di autoregolamentazione sostitutiva della supervisione pubblica, bensì funge da strumento privato di determinazione della qualità del credito[16].

Si comprende, allora, la criticità di una situazione giuridica caratterizzata dall'assenza di un *corpus* regolamentare volto a disciplinare in maniera unitaria il *rating*, stante l'assoggettamento di quest'ultimo ad una non ben definita *self-regulation*[17]. Si sottolinea, altresì, come detta criticità sia aggravata dalla mancanza del carattere coercitivo delle *best practices* che governano l'attività di analisi finanziaria; sicché, si è in presenza di un coacervo di principi privi di forza cogente che si de-

---

[16] Così PICARDI L., *op. ult. cit.*, p. 724, ove si afferma che ‹‹mentre una buona valutazione del merito di credito può comportare un allentamento, quando non una vera e propria esenzione, dagli obblighi previsti dalla legge, nell'intento di sottrarre gli emittenti a basso rischio (...) ad oneri non necessari, la previsione a carico di determinati intermediari finanziari del divieto di detenere strumenti privi di *rating* permette di limitare il grado di rischiosità del loro portafoglio››.

[17] Cfr. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, I, pp. 20 ss. il quale osserva ‹‹ l'attuale regolazione appare preoccupata a fissare un meccanismo di verifica nel quale ... non sembra esser stata valutata adeguatamente la circostanza che esso risulta fondato sul presupposto della veridicità dei dati di base, di cui le società di rating dispongono››.

terminano essenzialmente nel riferimento ad una volontaria adesione a codici di buona condotta[18].

Fermo che il *rating* dovrebbe garantire l'investitore da improvvise turbolenze di mercato, preservando quindi l'integrità del pubblico risparmio, emerge chiara, l'esigenza di individuare profili di responsabilità nelle opinioni espresse dai *raters* per l'incidenza della loro azione nei meccanismi decisionali di investimento[19]. Ed invero, la visibilità del *rating* sul mercato degli strumenti finanziari funziona da esternalizzatore della qualità dei prodotti offerti dalle società emittenti e consente, attraverso la pubblicizzazione dei tassi di rendimento del titolo, di dar vita ad un modello non regolamentato nella elaborazione delle informazioni[20]. Ne risulta un complesso variegato di attività di valutazione e certificazione dei titoli non solo esente dalle procedure di *enforcement*, ma posto anche al di fuori delle tradizionali forme di responsabilità tipiche dei rapporti negoziali; donde un ulteriore elemento di incertezza giuridica che qualifica l'istituto in esame[21].

---

[18] Più precisamente, si fa richiamo al "*Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*" promosso dallo IOSCO nel dicembre 2004 ed implementato nel maggio 2008, cui ha fatto seguito il documento "*A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*" del marzo 2009.

[19] Cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, pp. 121 ss. Si rileva come ‹‹dal momento che i giudizi emessi dalle agenzie sono presi come parametro in base al quale sottoporre i soggetti di mercato ad un determinato regime regolamentare, esse sono annoverate tra i c.d. *market gatekeepers*, ossia quei soggetti che con la propria attività (...) presidiano l'accesso al mercato finanziario, selezionando chi possa entrarvi e a quali condizioni possa operarvi››.

[20] A tal proposito, si v. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitti di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e Impresa*, 2005, III, pp. 932-933.

[21] Così CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in questa Rivista, 2009, IV, pp. 285-288, la quale acutamente tiene a sottolineare che ‹‹la condotta

Analoghe considerazioni possono formularsi con riguardo alle iniziative promosse, in sede internazionale, di implementazione dell'architettura regolamentare delle *credit rating agencies*[22]. Anche per tali agenzie si pone la necessità di una appropriata regolazione, in quanto le medesime, pur fornendo un'opinione indipendente sulla solidità del titolo finanziario, non possono considerarsi immuni dal controllo dei *regulators,* cui si ricollega il valore funzionale assunto in termini di salvaguardia della fiducia del risparmiatore[23].

Se ne deduce, altresì, la non inquadrabilità del giudizio di *rating* in una *libera manifestazione del pensiero* di tipo giornalistico[24], anche se l'esigenza di rendere *accountable* i *raters* - e, dunque, di definire i confini della loro operatività - potrà dirsi soddisfatta solo a seguito di una specifica regolamentazione (che tenga conto anche degli incentivi alla concorrenza e competizione fra le singole agenzie).

---

riprovevole delle agenzie di *rating* è da attribuire principalmente ad un *accountability gap*: sebbene i rating del credito abbiano un impatto sempre più significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori, soprattutto in seguito a Basilea II, è molto difficile renderle responsabili delle loro azioni››.

[22] In particolare, *CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, CESR, May 2008; *Role of Credit Rating Agencies*, ESME's Report to the European Commission, June 2008; *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. As required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, U.S. Securities and Exchange Commissions, January 2003.

[23] Cfr. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008, I, pp. 182-199.

[24] Cfr. CERVONE, *op. ult. cit.*, p. 287, ove si fa notare che ‹‹le corti statunitensi hanno eguagliato i *rating* a mere opinioni: le agenzie di *rating* non rispondono di comportamenti negligenti, come è la regola in altre aree di diritto, ma, ricevendo protezione piena come membri dei *media*, non incorrono in responsabilità a meno che non abbiano causato il danno intenzionalmente››.

Per converso, la sentenza in commento non sembra orientata ad evidenziare i limiti che le carenze disciplinari recano alla adeguatezza professionale delle società di *rating*, quanto piuttosto l'influenza del giudizio di queste ultime sulle relazioni economiche. Il Tribunale avrebbe dovuto tener conto del fatto che non si era in presenza di un errore di valutazione del merito di credito da parte dell'agenzia, quanto piuttosto che il mercato non è in grado di prevedere un improvviso *downgrading* del titolo obbligazionario; in altri termini, si sarebbe dovuto dare maggiore rilievo all'importanza del ruolo svolto dal *rating* nella procedura di selezione dei prodotti finanziari.

Ed invero, sembra non sia stato considerato a sufficienza il fatto che l'investitore opera in base ad una presunta credibilità dei pareri espressi dalle agenzie, orientando le proprie scelte nel legittimo affidamento della reputazione che ad esse il mercato finanziario attribuisce. In tale logica, come si è tentato di dimostrare, il *rating* assurge a momento fondamentale delle decisioni di investimento, rendendo peraltro opportuno preordinare gli *standard* comportamentali dei *raters* al rafforzamento della *compliance* informativa e regolamentare[25].

Concludendo sul punto, il compito delle società di *rating* si sostanzia nel fornire valutazioni veritiere, aderenti all'andamento del mercato, in grado di conciliare l'attendibilità delle informazioni con le aspettative che gli investitori traggono dalla fiducia riposta nei loro confronti.

[25] Cfr. INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo bancario*, 2008, n. 1, pp. 46-47.

4. Il Tribunale di Venezia reputa immune da censure la condotta della banca in presenza di una improvviso ed imprevedibile *default* del titolo *Lehman*, rendendo per tal via particolarmente ridotta la responsabilità dell'intermediario e della società emittente. Tale orientamento appare, peraltro, in contrasto con l'indirizzo intrapreso dal *network* dei *global regulators* della finanza, al presente decisi a riformare l'attività di *rating*; ed al riguardo deve ritenersi significativa, in ambito comunitario, l'approvazione del Regolamento n. 1060/2009, che dimostra l'intento di fornire uno stabile impianto regolatorio *in subiecta materia*, tale cioè da definire i confini entro i quali deve svolgersi l'intervento delle agenzie in parola[26].

Il legislatore europeo identifica possibili soluzioni nel parametrare assetti disciplinari e controlli nel governo del *rating*. Si delinea così un quadro che appare, peraltro, inadeguato al fine di controllare le distorsioni di mercato rivenienti da una poco efficiente allocazione delle risorse produttive, donde a livello generale l'affermasi di un giustificato scetticismo sulle capacità del sistema finanziario europeo di attuare uno sviluppo sostenibile[27].

Conclusivamente può dirsi che la sentenza in commento percepisce i limiti dell'attuale regolamentazione nell'imprimere la sua forza cogente al sistema finanziario e finisce col dar spazio

---

[26] Una analisi del recente provvedimento comunitario è svolta da AMTENBRINK, de HAAN, *Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, n. 6, pp. 1943-1949, ove si perviene alla conclusione secondo cui ‹‹the fact that ratings are embedded in official EU regulation may be interpreted as implying a seal of approval and would thus further encourage excessive reliance on ratings by investors who should be conducting their own due diligence››.

[27] Cfr. CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo)*, in questa *Rivista*, 2010, 1, pp. 14-15.

all'individualismo degli operatori (legittimando una sostanziale *deregulation* dei rapporti negoziali)[28]. Sotto altro profilo, la finanziarizzazione dell'economia nel suo processo evolutivo evidenzia le criticità di un sistema disciplinare che, sebbene animato da propositi di certezza giuridica, lascia fuori dalla regolamentazione attività che, per la loro caratterizzazione teleologica, necessitano di essere svolte sotto adeguate forme di vigilanza pubblica[29].

La proposizione di nuovi comparti disciplinari dedicati al *rating* unitamente alla formulazione di accordi normativi fra gli organismi internazionali danno contenuto ad una prospettiva d'interventi aderente alle esigenze del mercato. Crescente importanza dovrà essere ascritta al prisma delle *best practices* nella materia in esame ed, in particolare, al sempre più frequente tentativo di associare alle raccomandazioni di natura volontaria (in ordine alla correttezza dell'attività posta in essere dalle agenzie di cui trattasi) la riconduzione nell'alveo delle categorie giuridiche dei criteri fondanti di un *agere* preordinato alla corretta informazione e, dunque, alla trasparenza dei rapporti tra intermediari e investitori. E' questa la via da seguire per elevare a vera e propria fonte

[28] In tal senso CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, pp. 104-105. Prende corpo la convinzione secondo cui ‹‹si è in presenza di una formula interventistica che mira alla predisposizione di regole valide in ogni spazio del mondo globale, senza disporre di alcuna forza cogente, bensì fondando la propria capacità espansiva sulle prerogative che contraddistinguono l'efficacia tipica degli accordi internazionali››.

[29] Al riguardo ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, 1, pp. 93-94, reperibile in *www.rtde.luiss.it*. In tale ambito, l'Autore osserva come ‹‹il diritto, cioè, limitando la sua funzione garantistica, finisce indirettamente con l'offrire la sua tutela al pragmatismo mercantile››. In siffatta prospettiva MONTEDORO, *Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici*, *ibidem*, p. 67.

normativa i canoni di un'azione che deve ritenersi fondamentale per il futuro dell'industria finanziaria.

Andrea Miglionico
Assegnista di ricerca in Diritto ed Economia
nell'Università La Sapienza di Roma

TRIBUNALE AMMINISTRATIVO REGIONALE
PER IL LAZIO
23 febbraio 2010, n.2826

Società di intermediazione mobiliare - Acquisto di partecipazioni di controllo – Divieto - Poteri di valutazione della Banca d'Italia – Requisiti di onorabilità – Reputazione del candidato acquirente – Correttezza nelle relazioni d'affari.

1. L'art. 3 della Direttiva 2007/44/CE, nel modificare la Direttiva 2004/39/CE (Direttiva MIFID) introducendo l'art. 10 bis – inerente il termine per la valutazione delle comunicazioni di progetti di acquisizione – e l'art. 10 ter – inerente la valutazione delle relative istanze – presenta un elevato grado di dettaglio, recando disposizioni sufficientemente dettagliate e precise, suscettibili, come tali, di immediata applicazione anche in mancanza di trasposizione della Direttiva nel termine previsto.

2. Il potere di vigilanza della Banca d'Italia, da esercitarsi nell'ambito della valutazione prudenziale precedente all'acquisto di partecipazioni qualificate, non va limitato agli elementi che formano oggetto di accertamento penale definitivo, dovendo piuttosto rivolgersi a tutti gli elementi riferiti al candidato acquirente che possano influenzare la prognosi di sana e prudente gestione della società, anticipando la soglia della tutela al fine di evitare la

gestione del risparmio da parte di soggetti di dubbia reputazione, con conseguente legittimità di una valutazione negativa circa la ricorrenza del richiesto profilo di idoneità che si basi sulla pendenza di procedimenti penali per reati, peraltro, di natura finanziaria commessi nell'esercizio di funzioni nell'ambito di una società in rapporti di stretta connessione con la richiedente.

(Direttiva n. 2007/44/CE; Direttiva 2004/39/CE; art.15 D.Lgs. n.58 del 1998)

[Omissis…]

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Prima) ha pronunciato la presente

SENTENZA

Sul ricorso numero di registro generale 11192 del 2009, proposto da:

INTERMEDIA FINANCE S.p.a., in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dagli Avvocati […];

contro

- la BANCA D'ITALIA, in persona del legale rappresentante *pro tempore*, rappresentata e difesa dall'Avv. […];

per l'annullamento previa sospensione dell'efficacia,

- del provvedimento del 3 novembre 2009, n. 340283/09, con cui la Banca d'Italia ha vietato a Intermedia Finance S.p.a., ai sensi della Direttiva n. 2007/44/CE e dell'art. 15 del D.Lgs. n. 58 del 1998, l'acquisto della partecipazione di controllo del 67% del

capitale della Classica Società di Intermediazione Mobiliare S.p.a.;

- per quanto occorrer possa, del provvedimento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000, in parte qua;

- ove occorra, della comunicazione di Banca d'Italia del 12 maggio 2009, prot. n. 477593, pubblicata sulla G.U.R.I. del 26 maggio 2009 n. 120, recante "Direttiva 2007/44/CE in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento – Comunicazione al mercato";

- di ogni altro atto presupposto, connesso e consequenziale;

[…Omissis….]

DIRITTO

La società odierna ricorrente, Intermedia Finance S.p.a., promana dalla Intermedia Holding Finanziaria di Investimenti, Partecipazioni e Consulenza S.p.a. a seguito di un'operazione di scissione parziale proporzionale.

Con il ricorso in esame la società ricorrente propone, innanzitutto, azione impugnatoria avverso il provvedimento negativo – meglio indicato in epigrafe nei suoi estremi – con cui la Banca d'Italia ha vietato, ai sensi della Direttiva n. 2007/44/CE e dell'art. 15 del D.Lgs n. 58 del 1998, l'acquisto della partecipazione di controllo del 67% nel capitale della Classica Società di Intermediazione Mobiliare S.p.a., già oggetto di precedente istanza esitata con il provvedimento di divieto del 16 luglio 2009, gravato con ricorso n. 8568/2009 R.G., fissato per la trattazione nel merito alla medesima udienza di discussione del ricorso in esame.

Viene altresì impugnato, in parte qua, il provvedimento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000, recante il Regolamento della Banca d'Italia in materia di intermediari del mercato mobiliare, laddove vengono stabiliti i requisiti dei potenziali acquirenti di partecipazioni superiori alle soglie rilevanti, e viene impugnata, ove necessario, la comunicazione della Banca d'Italia del 12 maggio 2009 recante "Direttiva 2007/44/CE in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento – Comunicazione al mercato", con la quale vengono individuate le previsioni comunitarie aventi diretta applicazione successivamente alla scadenza del termine previsto per la loro attuazione.

L'impianto ricorsuale si sviluppa mediante l'articolazione di una serie di censure tematicamente raggruppate in relazione ai diversi profili cui vengono ricondotti i molteplici rilievi contenuti nel gravato provvedimento, riferiti, segnatamente ed in sintesi, alla insussistenza del requisito della reputazione in capo all'Ing. Giovanni Consorte, alle iniziative anticipatorie della confluenza della SIM nel gruppo Intermedia ed ai profili di inadeguatezza del progetto di acquisizione di Classica SIM da parte di Intermedia Finance.

Prima di procedere al vaglio delle censure ricorsuali proposte, giova premettere che la ricorrente Intermedia Finance S.p.a., come accennato, è derivata dalla scissione proporzionale di Intermedia Holding, la quale ultima aveva presentato analoga istanza di acquisizione della partecipazione di controllo del 67% nella Classica SIM, in relazione alla quale sono stati comunicati dalla

Banca d'Italia i motivi ostativi al suo accoglimento stante la rilevata sussistenza di elementi atti ad incidere negativamente sulla qualità del soggetto richiedente, avuto riguardo alla correttezza nelle relazioni di affari e nei rapporti con l'Autorità di Vigilanza in relazione alla figura dell'Ing. Giovanni Consorte, Amministratore Delegato della Intermedia Holding, e la genericità, sotto alcuni profili, del progetto industriale di acquisizione del controllo di Classica SIM.

Il procedimento avviato con la citata istanza è venuto meno a fronte della prospettazione della presentazione di una nuova istanza per il nulla osta all'acquisto del controllo nel capitale di Classica SIM da parte della costituenda Intermedia Finance, derivante dalla scissione proporzionale degli asset della Intermedia Holding.

La nuova istanza, presentata dal nuovo soggetto Intermedia Finance in data 13 marzo 2009 e successivamente integrata e rettificata, è confluita nella adozione del provvedimento del 16 luglio 2009 – oggetto di gravame introdotto con ricorso n. 8568/2009 R.G. - con il quale la Banca d'Italia ha opposto il divieto all'acquisto il quale, nel ritenuto presupposto della sussistenza di un significativo vincolo di dipendenza finanziaria, sia attuale che prospettica, della promittente acquirente da Intermedia Holding, poggia su un duplice ordine di considerazioni riferite, da un lato, alla valutazione della qualità dell'acquirente avuto riguardo alla figura dell'Ing. Giovanni Consorte, Presidente sia del Consiglio di Amministrazione della Intermedia Finance che del Consiglio di Amministrazione della Intermedia Holding, e

dall'altro, a rilevate carenze del business plan, presentato a corredo dell'istanza.

Con istanza del 6 agosto 2009, la Intermedia Finance ha presentato una nuova comunicazione volta ad ottenere il rilascio del nulla osta all'acquisto del capitale di controllo di Classica SIM, sulla base di un diverso assetto caratterizzato da elementi di novità, rispetto alla precedente istanza, per essere *medio tempore* intervenute le dimissioni, rassegnate in data 21 luglio 2009, dell'Ing. Consorte dalla carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Intermedia Finance, e le successive dimissioni degli amministratori Aldo Carosio (Presidente del Consiglio di Amministrazione e precedentemente del Consiglio di Amministrazione di Classica SIM), Pierino Isoldi e Albano Guaraldi (precedentemente componenti di Classica SIM), con conseguente formazione di un nuovo Consiglio di Amministrazione, nonché l'avvenuto integrale pagamento dei debiti di Intermedia Holding nei riguardi di Intermedia Finance.

Con riferimento a tale istanza, volta ad ottenere il rilascio del nulla osta all'acquisizione del 67% del capitale di Classica SIM, la Banca d'Italia, mediante adozione del gravato provvedimento, ha nuovamente opposto il divieto di acquisto "ai sensi della Direttiva 2007/44/CE e dell'art. 15 del D.Lgs. n. 58 del 1998", sulla base di una articolata serie di motivazioni e di rilievi, oggetto di puntuale contestazione nel gravame in esame.

Poste tali brevi premesse e procedendo alla disamina delle censure proposte dalla società ricorrente seguendo l'ordine di loro prospettazione, viene in rilievo il primo profilo di denunciata

illegittimità del gravato provvedimento – che percorre l'intero impianto ricorsale – per essere stato esso adottato in espressa applicazione della Direttiva 2007/44/CE cui, invece, secondo parte ricorrente, non potrebbe attribuirsi efficacia.

Giova precisare in proposito che la Direttiva 2007/44/CE ha modificato la precedente Direttiva 2004/39/CE (c.d. Direttiva MIFID) introducendo, per quanto di interesse, due nuovi articoli sui termini del procedimento e sui criteri di valutazione delle istanze di acquisizione di partecipazioni qualificate in SIM, la cui diretta applicabilità è affermata ed argomentata nella comunicazione della Banca d'Italia del 12 maggio 2009 recante "Direttiva 2007/44/CE in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento, Comunicazione al mercato", anch'essa impugnata.

Sostiene, in proposito, parte ricorrente che l'applicazione di tale Direttiva – non essendo intervenuto il suo recepimento - sarebbe preclusa in virtù della previsione recata dall'art. 8, comma 2, della stessa, laddove si stabilisce che *"la procedura di valutazione applicata ai progetti di acquisizione per i quali notifiche (...) siano state presentate alle autorità competenti prima dell'entrata in vigore delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva è effettuata conformemente alla legislazione nazionale degli Stati membri in vigore al momento della notifica"*.

Ne conseguirebbe, secondo gli assunti di parte ricorrente, che la propria istanza avrebbe dovuto essere valutata alla luce del quadro normativo nazionale in vigore al momento della sua pre-

sentazione, ovvero sulla base degli artt. 14 e 15 del D.Lgs. n. 58 del 1998, del D.M. n. 469 del 1998 e della legge n. 241 del 1990, e non già sulla base di una disciplina comunitaria non direttamente applicabile nell'ordinamento italiano in virtù della citata previsione della Direttiva.

La prospettazione di parte ricorrente non può essere condivisa.

Sulla base dei principi generali, va ricordato che l'applicazione diretta delle direttive comunitarie negli ordinamenti nazionali postula che sia inutilmente scaduto il termine per il loro recepimento e che la direttiva contenga prescrizioni dettagliate, come tali applicabili senza bisogno di ulteriore intermediazione normativa, assumendo esse carattere self executing (*ex multis*: Cons. Stato – Sez. VI – 8 marzo 2006 n. 1270; Corte di Giustizia – 4 marzo 1999, causa C-423/97).

Ed invero, se vale il principio, in materia di direttive comunitarie, che esse non hanno diretta applicazione negli Stati membri in assenza delle norme di recepimento, ancorché sia scaduto il termine entro il quale esso dovrebbe essere attuato – e ciò conformemente alla natura di indirizzo ed al contenuto tendenzialmente inerente l'affermazione di principi, propri dello strumento della direttiva - deve affermarsi la diretta applicabilità della direttiva che abbia natura self-executing, il che avviene nei casi in cui si tratti di normativa precisa, dettagliata ed incondizionata, che va dunque applicata senza l'intervento di mediazione del legislatore nazionale.

Con specifico riferimento alla Direttiva 2007/44/CE, di cui la Banca d'Italia ha fatto espressa applicazione nella fattispecie in esame, la verifica della sua diretta applicabilità - a fronte del suo mancato recepimento nel termine previsto, scaduto in data 21 marzo 2009 – impone il preliminare accertamento del carattere di specificità delle prescrizioni, ivi contenute, in base alle quali è stato adottato il gravato provvedimento, e della portata da attribuirsi alla previsione contenuta nel richiamato art. 8, comma 2, della stessa.

Avuto riguardo al primo profilo, l'art. 3 della Direttiva 2007/44/CE, nel modificare la Direttiva 2004/39/CE (Direttiva MIFID) introducendo l'art. 10 *bis* – inerente il termine per la valutazione delle comunicazioni di progetti di acquisizione – e l'art. 10 *ter* – inerente la valutazione delle relative istanze – presenta un elevato grado di dettaglio, recando disposizioni sufficientemente dettagliate e precise, suscettibili, come tali, di immediata applicazione anche in mancanza di trasposizione della Direttiva nel termine previsto.

Rilevato, quindi, il sufficiente grado di dettaglio delle citate previsioni e l'intervenuta scadenza del termine per l'attuazione della Direttiva 2007/44/CE, che costituiscono i presupposti per il riconoscimento dell'efficacia diretta delle direttive comunitarie, tale efficacia non può ritenersi preclusa – contrariamente a quanto affermato da parte ricorrente – per effetto della previsione di cui all'art. 8, comma 2, sopra richiamato, il quale, al fine di perseguire l'obiettivo primario della Direttiva, esplicitato nel sesto considerando e consistente nell'armonizzazione, a livello comunitario,

delle procedure e delle valutazioni prudenziali in modo da evitare che gli Stati membri introducano regole più severe, è diretto a limitare la possibilità di applicazione delle normative nazionali alle sole comunicazioni (definite 'notifiche' nella terminologia comunitaria) presentate prima dell'entrata in vigore delle disposizioni nazionali di adeguamento alla Direttiva.

Se, difatti, può convenirsi con quanto affermato da parte ricorrente circa la generalizzata non applicabilità delle direttive self executing nel periodo intercorrente tra la data della loro entrata in vigore – intervenuta, per la Direttiva 2007/44/CE, il giorno successivo la sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea – e la data di scadenza del termine per il loro recepimento, non può peraltro accedersi alla tesi che assegna alla disposizione in esame la valenza di un autovincolo comunitario alla non immediata applicabilità della Direttiva indipendentemente dal carattere dettagliato o meno della stessa, sull'assunto che tale sia l'unico possibile significato da attribuire alla norma in esame.

Tale tesi, oltre a non trovare incontrovertibile appiglio letterale nella norma e a rendere totalmente inoperante la Direttiva in caso di inottemperanza degli Stati membri in ordine al suo recepimento, trascura di procedere ad una lettura congiunta del citato art. 8 con il precedente art. 7, ai sensi del quale ultimo gli Stati membri sono chiamati a conformarsi alla Direttiva entro il 21 marzo 2009, chiarendo con riferimento a tale termine, il successivo art. 8, la procedura applicabile alle istanze presentate prima del recepimento e cristallizzando, per le stesse,

l'individuazione della normativa nazionale vigente alla data di presentazione, quale normativa applicabile per la loro valutazione, risultando quindi le relative procedure di valutazione indifferenti – quanto alla disciplina applicabile - all'intervenuto decorso del termine di attuazione o all'adozione di misure di adeguamento alla disciplina comunitaria.

Se questa è la portata da attribuirsi all'art. 8, comma 2, della Direttiva 2007/44/CE – volto ad disciplinare uniformemente a livello comunitario il criterio di individuazione della disciplina applicabile in pendenza del termine di recepimento - va altresì rilevato che tale interpretazione si presenta pienamente coerente con le richiamate finalità della Direttiva di massimizzare l'armonizzazione delle procedure e delle valutazioni prudenziali a livello comunitario – indicate al sesto considerando e ribadite al tredicesimo considerando - che risulterebbero vanificate se si condizionasse l'efficacia delle prescrizioni di dettaglio ivi contenute all'intervenuto loro recepimento da parte degli Stati membri pur a fronte della scadenza del termine a tal fine previsto, che risulterebbe conseguentemente *inutiliter dato* e privo di efficacia precettiva ed obbligatoria.

L'intero impianto della Direttiva, la *ratio* sottesa alle sue previsioni ed il carattere dettagliato delle disposizioni introdotte, avuto particolare riguardo alle modifiche della Direttiva MIFID, consentono quindi di ritenere l'immediata e diretta applicabilità della Direttiva anche in assenza dell'intervento del legislatore nazionale volto alla sua trasposizione nel termine previsto, ormai scaduto.

Ne consegue l'immunità dalla proposta censura, sotto tale profilo, del gravato provvedimento di divieto di acquisizione della partecipazione qualificata di cui all'istanza presentata dalla ricorrente, in quanto legittimamente adottato in applicazione di una Direttiva pienamente e direttamente efficace nell'ordinamento italiano.

Sulla base delle medesime considerazioni va, altresì, delibata l'azione impugnatoria proposta avverso la comunicazione della Banca d'Italia del 12 maggio 2009 recante "Direttiva 2007/44/CE in materia di acquisto di partecipazioni qualificate in banche, assicurazioni e imprese di investimento, Comunicazione al mercato".

Tale comunicazione reca indicazioni per l'applicazione della Direttiva in oggetto a fronte dell'intervenuta scadenza del termine per il recepimento della stessa ed in considerazione della ritenuta sua diretta efficacia nell'ordinamento italiano in quanto recante disposizioni di dettaglio, chiare e precise, e la sua immunità dalle proposte censure risiede in quanto sopra illustrato.

La questione inerente l'efficacia diretta o meno della Direttiva 2007/44/CE – delibata nel senso di cui sopra - percorre l'intero impianto ricorsuale che si snoda attraverso la proposizione di tre gruppi di censure, inerenti, come accennato, ai profili di ritenuta insussistenza del requisito della reputazione in capo all'Ing. Consorte, alle iniziative anticipatorie della confluenza della SIM nel gruppo Intermedia ed ai profili di inadeguatezza del progetto di acquisizione di Classica SIM da parte di Intermedia

Finance, i quali concorrono a formare la composita motivazione posta a sostegno del gravato provvedimento di divieto.

Avuto riguardo al primo ordine di censure, giova premettere alla loro disamina un breve richiamo ai rilievi formulati nel gravo provvedimento con riferimento alla qualità del candidato acquirente.

La valutazione di tale requisito è stata effettuata, per come leggesi nel gravato provvedimento, al punto 5, ai sensi del Regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 e dell'art. 10 *ter* della Direttiva 2007/44/CE al fine di assicurare la sana e prudente gestione della società cui si riferisce il progetto di acquisizione.

Pur a fronte delle intervenute modifiche nel governo societario di Intermedia Finance e nei rapporti con Intermedia Holding, la Banca d'Italia, nel richiamare le considerazioni svolte nel precedente divieto del 16 luglio 2009, ha ritenuto la permanenza della stretta connessione della società richiedente con Intermedia Holding, il cui Consiglio di Amministrazione è presieduto dall'Ing. Consorte, il quale peraltro, sulla base di accertamenti ispettivi svolti, accentrerebbe su di sé la gestione aziendale.

Su tali presupposti, la Banca d'Italia ha, quindi, proceduto alla valutazione della reputazione del candidato acquirente riferendola all'Ing. Consorte, attribuendo rilievo all'influenza che questi viene ritenuto in grado di esercitare su Intermedia Finance principalmente in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Intermedia Holding, alla luce della stretta connessione tra le due.

Con specifico riguardo alla qualità di tale soggetto, il gravato provvedimento rinvia alle considerazioni svolte nel precedente provvedimento di diniego del 16 luglio 2009, tenuto conto del rilievo di elementi valutativi ulteriori rispetto alla mera sussistenza dei requisiti di onorabilità e professionalità, quali la correttezza nelle relazioni di affari e nei rapporti con l'Autorità di Vigilanza.

Nel richiamato provvedimento del 16 luglio 2009, si afferma, con riferimento al requisito della reputazione dell'Ing. Consorte, la permanenza di elementi di incertezza sulla correttezza nelle relazioni di affari - già rilevati con riferimento alla precedente istanza -ritenuti idonei ad incidere negativamente su tale requisito, nella considerazione della sussistenza di numerosi procedimenti penali pendenti per violazione di norme primarie attinenti alla regolamentazione finanziaria e poste a tutela della funzione di vigilanza e del regolare svolgimento dell'attività finanziaria, pur dandosi atto dell'intervenuto annullamento in Cassazione, per motivi di competenza, della sentenza di condanna a 6 mesi di reclusione per il reato di insider trading.

Poste tali premesse, va innanzitutto dichiarata infondata la censura con cui parte ricorrente lamenta l'illegittimità dell'avvenuta applicazione dell'art. 10 *ter* della Direttiva MIFID come modificata dalla Direttiva 2007/44/CE, articolata sull'assunto della non applicabilità di tale normativa comunitaria in quanto non ancora recepita nell'ordinamento italiano, potendo in proposito il Collegio limitarsi a richiamare quanto precedentemente esposto con riferimento all'efficacia diretta di tale Diretti-

va pur in mancanza della relative norme di attuazione e di recepimento, stante l'intervenuta scadenza del termine a tal fine assegnato ed il carattere sufficientemente dettagliato delle disposizioni rilevanti per la controversia in esame, e segnatamente degli artt. 10 *bis* e 10 *ter* della Direttiva MIFID, come modificata.

Parimenti infondati devono essere giudicati gli ulteriori motivi di censura volti a circoscrivere il vaglio preventivo della Banca d'Italia in ordine alla idoneità del potenziale acquirente unicamente alla verifica del possesso dei requisiti di onorabilità, tassativamente stabiliti, ai sensi dell'art. 14 del TUF, dal D.M. n. 469 del 1998, non consentendo l'ordinamento, secondo parte ricorrente, il ricorso a diversi ed ulteriori parametri.

Nel sostenere, in proposito, parte ricorrente, la sussistenza in capo all'Ing. Consorte, dei richiesti requisiti di onorabilità, e nel denunciare l'intervenuta violazione degli artt. 14 e 15 del D.Lgs. n. 58 del 1998, lamenta altresì l'illegittimità della previsione contenuta nel Regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 laddove indica, oltre ai requisiti di onorabilità, il parametro della correttezza nelle relazioni d'affari, richiamato nel gravato provvedimento, sostenendo in proposito come, ai sensi dell'art. 15, comma 5, del T.U.F. - che costituisce la fonte del relativo potere regolamentare - il regolamento non fosse autorizzato a introdurre tali ulteriori criteri per la verifica della idoneità soggettiva dell'acquirente.

L'anticipato giudizio di infondatezza di tali assunti ricorsuali richiede una breve ricognizione della disciplina di riferimento, dalla quale trarre le coordinate di giudizio per la verifica

della sua corretta applicazione in occasione dell'adozione del gravato provvedimento.

In tale direzione viene in rilievo il D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 – recante il testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria – il quale dispone, all'art. 15, l'obbligo di preventiva comunicazione alla Banca d'Italia dei progetti di acquisto e cessione di partecipazioni qualificate in una SIM, in relazione ai quali la Banca d'Italia può disporre il divieto qualora "ritenga che il potenziale acquirente non sia idoneo ad assicurare una gestione sana e prudente della società o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza".

L'art. 14 del T.U.F. – intitolato ai requisiti di onorabilità – prevede, al comma 1, che "Il Ministro dell'economia e delle finanze, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e la CONSOB, determina i requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni nelle SIM (...)".

In attuazione della citata norma è stato adottato il D.M. 11 novembre 1998 n. 469 il quale, all'art. 1 - intitolato alla onorabilità dei partecipanti al capitale di SIM, società di gestione del risparmio e SICAV – dispone che chi partecipa in una società di intermediazione mobiliare in misura superiore al cinque per cento del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, non può esercitare il diritto di voto inerente alle azioni o quote eccedenti qualora sia stato sottoposto a misure di prevenzione disposte dall'autorità giudiziaria ai sensi della legge 27 dicembre 1956, n. 1423 o della legge 31 maggio 1965 n. 575, e successive modificazioni ed integrazioni, salvi gli effetti della riabilitazione; sia

stato condannato con sentenza irrevocabile, anche con sentenza patteggiata, salvi gli effetti della riabilitazione, a pena detentiva per un tempo non inferiore a sei mesi per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati e valori mobiliari, di strumenti di pagamento; alla reclusione per un tempo non inferiore a sei mesi per uno dei delitti previsti nel titolo XI del libro V del codice civile e nel regio decreto 16 marzo 1942, n. 267; alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria; alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo.

Nelle descritte ipotesi previste dal citato Regolamento, il venir meno dei requisiti di onorabilità richiesti dall'art. 14, comma 1, del T.U.F., preclude la possibilità di esercitare il diritto di voto e non consente il rilascio di autorizzazioni per acquisti di partecipazioni qualificate in una SIM.

Trattasi di ipotesi, espressamente predeterminate in via normativa, le quali si traducono, quanto al riscontro della sussistenza dei requisiti di onorabilità, in criteri di carattere tassativo.

Tali criteri, tuttavia, non esauriscono il potere di verifica, da parte della Banca d'Italia, del possesso dei requisiti di ordine soggettivo in capo al potenziale acquirente, estendendosi tale potere valutativo anche ad altri profili in virtù del richiamo, di cui all'art. 15, comma 2, del T.U.F., all'idoneità del candidato "ad

assicurare una gestione sana e prudente della società o a consentire l'effettivo esercizio della vigilanza".

E' di tutta evidenza come tale norma consenta ed imponga di disancorare la valutazione del potenziale acquirente, sotto il profilo soggettivo, da parametri rigidi e predeterminati, quali quelli riferiti all'onorabilità – che introducono insuperabili presunzioni di inidoneità – autorizzando un apprezzamento discrezionale allargato ad altri elementi di significativa rilevanza in relazione alle finalità perseguite, che verrebbero altrimenti pregiudicate se tale giudizio fosse scandito esclusivamente da automatismi valutativi quali quelli introdotti dall'art. 14 del T.U.F. e dal relativo Regolamento di cui al D.M. n. 469 del 1998, i quali sono pertanto affiancati, ai sensi del richiamato art. 15, da parametri di valutazione elastici e non predeterminati se non nella loro logica ed adeguata funzionalizzazione alle finalità in tale norma indicate.

Legittimamente, quindi, l'Autorità di vigilanza ha fatto ricorso ad indici di valutazione dell'idoneità del candidato acquirente, sotto il profilo soggettivo, diversi da quelli inerenti l'onorabilità, essendo a tanto autorizzata e tenuta, altresì, in virtù della previsione di cui all'art. 10 *ter* della Direttiva MIFID come introdotto dalla Direttiva 2007/44/CE – della cui diretta applicabilità si è già trattato – il quale, nello stabilire il dovere per le autorità competenti di valutare la qualità del candidato acquirente al fine di garantire la gestione sana e prudente dell'impresa, indica, tra i criteri di valutazione, "la reputazione del candidato acquirente", stabilendo altresì la Direttiva 2007/44/CE, all'ottavo conside-

rando, che nell'ambito della valutazione prudenziale, il criterio della reputazione "presuppone la verifica dell'esistenza di eventuali dubbi sull'integrità e sulla competenza professionale del candidato acquirente, e della loro fondatezza".

La disciplina comunitaria, analogamente all'art. 15 del T.U.F., rimanda quindi, ai fini della valutazione prudenziale del profilo soggettivo del candidato acquirente, a criteri di giudizio indeterminati, così riconoscendo in capo alle autorità competenti un potere discrezionale non ancorato, contrariamente a quanto affermato da parte ricorrente, a rigidi e predeterminati criteri parametrati unicamente sui requisiti di onorabilità normativamente indicati.

A fronte dell'attribuzione di tale potere discrezionale di tipo valutativo non appare, inoltre, censurabile la condotta della Banca d'Italia che ha inteso tradurre l'esercizio di tale discrezionalità nella predeterminazione di criteri di valutazione, definendo i parametri da applicare nell'ambito dei relativi procedimenti mediante l'adozione del Regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000.

Sostiene, in proposito, parte ricorrente l'illegittimità della previsione contenuta in tale Regolamento laddove indica, oltre ai requisiti di onorabilità, il parametro della correttezza nelle relazioni d'affari - richiamato nel gravato provvedimento - affermando che, ai sensi dell'art. 15, comma 5, del T.U.F., il regolamento non fosse autorizzato a introdurre tale ulteriore criterio per la verifica della idoneità soggettiva dell'acquirente.

A tale riguardo, osserva il Collegio che, se è vero che il comma 5 dell'art. 15 del T.U.F. demanda al Regolamento da adottarsi da parte della Banca d'Italia la determinazione delle partecipazioni qualificate e le relative soglie partecipative, dei soggetti tenuti ad effettuare le comunicazioni e le procedure ed i termini per l'effettuazione delle comunicazioni, ciò non preclude la possibilità per la Banca d'Italia di utilizzare il medesimo potere regolamentare per disciplinare l'esercizio del potere valutativo alla stessa rimesso dall'art. 15, comma 2, (confermato dalla Direttiva 2007/44/CE) predeterminando i criteri cui parametrare l'apprezzamento della idoneità del promittente acquirente ad assicurare la sana e prudente gestione della società, in tal modo ispirando la propria azione ai principi di correttezza, trasparenza, imparzialità e legalità, autolimitando la sfera di discrezionalità alla stessa riconosciuta ed autovincolandosi al rispetto di regole dalla stessa predefinite anche a garanzia dei soggetti richiedenti.

Discende, da quanto sopra illustrato, la legittimità del Regolamento della Banca d'Italia nella parte in cui, al Capitolo 3, Sezione I, Parte 2, Punto 2.1, afferma che ai fini della sana e prudente gestione e della idoneità a non pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza "rilevano i requisiti di onorabilità, la correttezza nelle relazioni di affari e l'affidabilità della situazione finanziaria dei soggetti che effettuano la comunicazione", trattandosi di criteri in cui legittimamente si estrinseca il potere di apprezzamento discrezionale riconosciuto all'Autorità di vigilanza sia dall'art. 15, comma 2, del TUF, sia dalla Direttiva 2007/44/CE che, nel lasciare un ampio margine di discrezionalità

e di flessibilità nella valutazione, disancorato da criteri rigidi, consentono, da un lato, di affiancare ai tassativi requisiti di onorabilità ulteriori parametri di tipo soggettivo, e dall'altro, legittimano l'esercizio del potere di predeterminazione, in via regolamentare, da parte della Banca d'Italia, dei relativi criteri su cui l'apprezzamento sulla idoneità dovrà attestarsi al fine di indirizzare l'attività discrezionale nell'esercizio della propria funzione di vigilanza.

Non può, dunque, convenirsi – alla luce delle superiori considerazioni - con quanto affermato da parte ricorrente laddove circoscrive il potere valutativo in ordine alla idoneità soggettiva, avuto riguardo ad eventuali fattispecie di rilevanza penalistica – rilevate con riferimento all'Ing. Consorte nel gravato provvedimento di divieto per effetto del rinvio alle considerazioni espresse nel precedente provvedimento di divieto del 16 luglio 2009 - ai soli requisiti di onorabilità, sull'assunto che l'art. 14 del T.U.F. avrebbe rimesso esclusivamente al Regolamento, da adottarsi da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, l'individuazione delle fattispecie a rilevanza penalistica che possano assumere rilievo nell'ambito del procedimento di rilascio del nulla osta all'acquisto di partecipazioni rilevanti nelle SIM, identificate da parte ricorrente nei soli requisiti di onorabilità, in cui si esaurirebbe il potere di verifica rimesso alla Banca d'Italia.

La tesi prospettata da parte ricorrente non può essere condivisa in quanto si tradurrebbe in una vanificazione della previsione di cui all'art. 15, comma 2, del T.U.F., nonché dell'art. 10 *ter* della Direttiva MIFID, che assegnano all'Autorità di vigilanza

un margine di apprezzamento dei profili di idoneità del candidato acquirente, sia sotto il profilo soggettivo che sotto il profilo oggettivo, sganciato da criteri predeterminati e riferito a parametri di valutazione piuttosto ampi, idonei come tali ad assicurare la protezione degli specifici interessi la cui cura è rimessa alla Banca d'Italia, alla luce del rilievo primario attribuito costituzionalmente al valore del risparmio, in modo tale da rendere effettivo l'esercizio della vigilanza, senza che ciò, contrariamente a quanto affermato da parte ricorrente, possa risolversi nel riconoscimento di un potere arbitrario in violazione del principio di legalità.

Alla luce delle descritte coordinate di riferimento va, quindi, ritenuta la legittimità del gravato provvedimento di divieto di acquisizione della partecipazione di controllo della Classica SIM da parte della società ricorrente nella parte in cui vengono ravvisati elementi idonei ad incidere negativamente sulla reputazione e sulla qualità del candidato acquirente in ragione della situazione giudiziaria dell'Ing. Consorte – come descritta nel provvedimento del 16 luglio 2009 – sul presupposto della ritenuta influenza che questi può esercitare sulla Intermedia Finance in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione di Intermedia Holding, alla luce della rilevata stretta connessione tra le due società.

In particolare, pur come sopra accennato, nel provvedimento del 16 luglio 1009, cui il gravato divieto rinvia, nel prendere atto dell'annullamento da parte della Cassazione, per vizio di competenza, della sentenza di condanna dell'Ing. Consorte a 6 mesi di reclusione per il reato di insider trading ex art. 184 del T.U.F., viene dato rilievo ai numerosi procedimenti penali pen-

denti a carico dello stesso, tra cui il rinvio a giudizio per manipolazione del mercato e ostacolo alle autorità di vigilanza e la richiesta di rinvio a giudizio per i reati di insider trading, manipolazione del mercato, ostacolo alle autorità di vigilanza, ritenendo su tale base la resistente Amministrazione, la permanenza di elementi di incertezza sulla correttezza nelle relazioni d'affari idonei ad incidere sul requisito della reputazione in considerazione dell'attinenza delle contestate violazioni a norme relative alla regolamentazione del mercato ed al regolare svolgimento dell'attività finanziaria.

Ciò posto, non può condividersi quanto affermato da parte ricorrente in ordine alla insufficienza di un procedimento penale per rinvio a giudizio e di un procedimento penale per richiesta di rinvio a giudizio a giustificare una determinazione sfavorevole, che dovrebbe invece asseritamente fondarsi su un definitivo accertamento giurisdizionale, altrimenti violandosi il principio di presunzione di non colpevolezza.

Tale tesi, difatti, risulta contrastare con quanto precedentemente esposto circa la latitudine valutativa riconosciuta alla Banca d'Italia dalla normativa, sia nazionale che comunitaria, in ordine all'apprezzamento dei requisiti di idoneità soggettiva, risolvendosi la tesi propugnata dal ricorrente nella surrettizia introduzione, attraverso il richiamo alla necessità di ancorare il giudizio a sentenze penali definitive, di criteri rigidi e predeterminati di valutazione dell'idoneità del candidato acquirente sulla falsariga dei requisiti di onorabilità, cui la richiamata normativa ha, invece, inteso affiancare criteri elastici che attingono alla finalità di

garantire la sana e prudente gestione della società cui il progetto di acquisizione si riferisce, confluenti nell'ampia nozione di reputazione del candidato, la cui verifica in concreto non può prescindere dalla disamina di tutti gli elementi di significativa rilevanza ai fini del relativo giudizio, ivi compresi quelli di rilievo penale, seppur non cristallizzati in un accertamento definitivo, non sussistendo, alla luce del quadro normativo di riferimento e delle finalità sottese all'esercizio del potere di vigilanza affidato alla Banca d'Italia, valide ragioni per sottrarre tali elementi dalla relativa valutazione di idoneità.

Peraltro, lo stesso ottavo considerando della Direttiva 2007/44/CE, sopra ricordato, espressamente attribuisce rilevanza, ai fini della valutazione della reputazione, all'esistenza di eventuali dubbi sull'integrità del candidato acquirente e della loro fondatezza, dubbi che ragionevolmente possono essere ancorati alla pendenza di procedimenti penali i quali, peraltro, sono idonei ad attestarne il sufficiente grado di fondatezza richiesto.

Né, a diversamente ritenere, appare utile il richiamo di parte ricorrente al principio di presunzione di non colpevolezza, trattandosi di principio non operante nell'ambito dei procedimenti amministrativi.

Ed infatti, la presunzione di innocenza è un principio cardine del processo penale, ma non costituisce una regola generale applicabile ad ogni tipologia di esercizio del potere pubblico.

Invero, avuto riguardo al procedimento amministrativo, l'accertamento di fatti costituisce il presupposto per l'esercizio del potere autoritativo ed è effettuato sulla base delle regole che di-

sciplinano la fase dell'istruttoria, con strumenti e valenza non definitivi nella evidente considerazione che l'azione amministrativa deve svolgersi avuto riguardo ai presupposti sussistenti al momento del suo esercizio, al fine di garantire la celerità e la tempestività della salvaguardia dell'interesse pubblico.

Laddove i fatti posti a base dell'azione amministrativa rivestano rilievo penale, è di tutta evidenza come l'esercizio del potere autoritativo non possa attendere, per sua natura, i tempi necessariamente lunghi dell'accertamento giurisdizionale, ben potendosi l'accertamento dei fatti effettuato in sede amministrativa fondare su elementi non coperti da un definitivo accertamento penale, ponendosi il rilievo da attribuire a tali elementi in un rapporto di strumentale rilevanza rispetto agli interessi pubblici tutelati con l'azione amministrativa.

E', pertanto, escluso che l'Amministrazione debba attendere la conclusione del processo penale per porre a base del provvedimento fatti oggetto di procedimento penale, non essendo previsto il principio generale della pregiudizialità necessaria dell'azione penale rispetto a quella amministrativa ed essendo quest'ultima finalizzata alla cura immediata degli interessi pubblici per la cui tutela il potere stesso è conferito e va esercitato nell'immediatezza.

Risolvendosi la tutela dell'interesse pubblico perseguito dalla norma attributiva dei singoli poteri amministrativi in statuizioni settoriali adottate sulla base della situazione esistente al momento della loro adozione, senza possibilità di una loro posticipazione al fine di attendere il definitivo accertamento penale,

emerge con tutta evidenza come non sia invocabile, nell'ambito del procedimento amministrativo, il principio della presunzione di innocenza, che opera esclusivamente nell'ambito del giudizio penale, ispirato al favor rei, laddove il procedimento amministrativo è sbilanciato sul versante del perseguimento dell'interesse pubblico, sia pure nell'ottica dell'equo contemperamento con gli interessi privati.

Se, dunque, il richiamo di parte ricorrente al principio della presunzione di innocenza, al fine di escludere la possibilità di attribuire rilievo ai procedimenti penali pendenti in relazione alla valutazione di idoneità soggettiva, si rivela inconferente, deve ulteriormente precisarsi che, ai sensi della richiamata disciplina dettata con riguardo ai procedimenti volti al rilascio del nulla osta all'acquisizione di partecipazioni qualificate in SIM, la verifica finalizzata all'accertamento dei requisiti che garantiscano la sana e prudente gestione della società, da riferirsi anche alla reputazione del candidato acquirente, consentono di indirizzare la valutazione a diversi elementi fattuali dotati di un adeguato grado di significanza al fine di definirne la reputazione e l'affidabilità, dovendo conseguentemente attribuirsi rilievo anche alla pendenza di procedimenti penali nella loro valenza indiziaria in ordine al riscontro del possesso del necessario profilo di idoneità, tenuto conto della finalità del procedimento di verifica, volto alla salvaguardia dell'interesse pubblico alla tutela del mercato e del risparmio e della garanzia della sana e prudente gestione degli enti che istituzionalmente vi operano.

Conseguentemente, il potere di vigilanza della Banca d'Italia, da esercitarsi nell'ambito della valutazione prudenziale precedente all'acquisto di partecipazioni qualificate, non va limitato agli elementi che formano oggetto di accertamento penale definitivo, dovendo piuttosto rivolgersi a tutti gli elementi riferiti al candidato acquirente che possano influenzare la prognosi di sana e prudente gestione della società, anticipando la soglia della tutela al fine di evitare la gestione del risparmio da parte di soggetti di dubbia reputazione, con conseguente legittimità di una valutazione negativa circa la ricorrenza del richiesto profilo di idoneità che si basi sulla pendenza di procedimenti penali per reati, peraltro, di natura finanziaria commessi nell'esercizio di funzioni nell'ambito di una società in rapporti di stretta connessione con la richiedente, come tali idonei, contrariamente a quanto affermato da parte ricorrente, ad evidenziare fondati motivi per ritenere non soddisfatto il requisito della reputazione.

Inoltre, il gravato provvedimento di divieto, come integrato *per relationem* dal richiamato provvedimento del 16 luglio 2009 cui rinvia, lungi dal fondarsi su di una motivazione perplessa, è piuttosto il risultato di una adeguata valutazione degli elementi di ritenuta rilevanza come emergenti dalla pendenza dei procedimenti penali a carico dell'Ing. Consorte, avuto riguardo alla posizione dello stesso nell'assetto societario ed alla connessione dei reati cui tali procedimenti ineriscono con l'ambito finanziario, ponendosi le conclusive valutazioni in rapporto di logica coerenza con i relativi presupposti.

Parimenti inconferente risulta, inoltre, il richiamo di parte ricorrente alla Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea ed alla Convenzione Europea per la Salvaguardia dei Diritti dell'Uomo, nel cui ambito di applicazione non ricadono i procedimenti amministrativi, e di cui sfugge, invero, l'attinenza, non risultando i principi ivi espressi intaccati dalle regole sottese al procedimento di valutazione prudenziale che qui occupa, come introdotte anche a livello comunitario.

Sempre con riferimento alla valutazione condotta dalla Banca d'Italia nei confronti dell'Ing. Consorte, ne contesta in radice parte ricorrente l'ammissibilità, negando altresì la sussistenza del relativo presupposto, come individuato nella rilevata stretta interconnessione tra Intermedia Holding e Intermedia Finance, sulla cui base è stata ritenuta rilevante l'influenza che il Consorte potrebbe esercitare su Intermedia Finance.

In proposito, nega parte ricorrente la possibilità di effettuare verifiche su persone giuridiche diverse dal potenziale acquirente, seppur facenti parte dello stesso gruppo societario, non sussistendo alcuna norma che consenta di riferire la valutazione di cui all'art. 15, comma 2, del T.U.F. a persone fisiche che ricoprano cariche in persone giuridiche diverse da quella che ha presentato la comunicazione preventiva. Conclusione questa che, secondo gli assunti ricosuali, varrebbe anche a voler ammettere la possibilità per la Banca d'Italia di estendere la propria valutazione sui requisiti soggettivi ad elementi ulteriori rispetto a quelli di onorabilità – tesi questa contrastata da parte ricorrente - non consentendo neanche la Direttiva 2007/44/CE di riferire tale valutazione

a soggetti che ricoprano cariche in persone giuridiche diverse dal potenziale acquirente.

Il tenore della censura proposta impone la preliminare ricognizione della possibilità giuridica e della legittimità in astratto, alla luce del quadro normativo di riferimento, di estendere la valutazione, da effettuarsi nell'ambito dell'accertamento prudenziale sollecitato da comunicazioni preventive di acquisizione di partecipazioni rilevanti nelle SIM., a soggetti che siano estranei alla persona giuridica del richiedente.

Un primo indice, che depone nel senso di precludere la possibilità di circoscrivere la valutazione sulla idoneità del candidato acquirente ai soli soggetti che partecipano o ricoprono cariche gestorie nel potenziale acquirente, è rinvenibile nell'art. 15 del T.U.F., laddove al comma 1, fa riferimento ad acquisti o cessioni di partecipazioni qualificate in una SIM diretti o indiretti, precisando, al comma 4, le condizioni in base alle quali tali cessioni ed acquisti devono ritenersi indiretti, il che si verifica se avvengono per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona.

Riferendosi l'obbligo di preventiva comunicazione di acquisto o cessione di partecipazioni qualificate in una SIM alle operazioni effettuate sia direttamente che indirettamente, ed attivandosi, a seguito di tali comunicazioni, la funzione di vigilanza della Banca d'Italia, ne discende che la valutazione dell'Autorità di vigilanza non può ritenersi limitata al formale intestatario della partecipazione oggetto della comunicazione di acquisto, ma dovrà

estendersi anche ai soggetti, siano essi persone fisiche o giuridiche, cui la partecipazione sia effettivamente imputabile.

Analoga rilevanza al carattere sia diretto che indiretto delle acquisizioni e delle cessioni di partecipazioni qualificate, ai fini dell'obbligo di previa comunicazione ('notifica' nella terminologia comunitaria) alle autorità competenti, è tributata dalla Direttiva 2007/44/CE laddove, all'art. 3, introduce modifiche all'art. 10 della Direttiva MIFID, in tal modo consacrando anche a livello comunitario la rilevanza dell'effettività dell'imputazione della cessione o dell'acquisto e legittimando la riferibilità della valutazione al titolare effettivo della partecipazione.

Peraltro, tale estensione dell'ambito soggettivo della consentita valutazione permette di rendere effettiva ed efficace la funzione di controllo assegnata all'Autorità di Vigilanza, altrimenti vulnerata dal possibile ricorso alla costituzione di società interposte quale espediente per sottrarre alla valutazione i soggetti cui la partecipazione è effettivamente imputabile e che possono concretamente influenzare l'esercizio dei diritti connessi alla partecipazione.

In piena coerenza con le riportate disposizioni normative, nazionale e comunitaria, il Regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000 prevede che, al fine di valutare l'idoneità ad assicurare una sana e prudente gestione della SIM e a non pregiudicare l'effettivo esercizio della vigilanza sulla stessa, vengono in rilievo i requisiti di onorabilità, la correttezza nelle relazioni di affari e l'affidabilità della situazione finanziaria dei soggetti che effettuano le comunicazioni, nonché l'esistenza di legami di qual-

siasi natura, anche familiari o associativi, tra il richiedente e altri soggetti capaci di influire sulla sana e prudente gestione della SIM.

Ribadito come l'estensione della valutazione a soggetti diversi dal formale intestatario della comunicazione trovi il proprio fondamento legittimante nelle richiamate disposizioni di cui al T.U.F. ed alla Direttiva 2007/44/CE, la riportata previsione regolamentare specifica ulteriormente tale ambito di rilevanza soggettiva fino a ricomprendervi qualsiasi soggetto in grado di esercitare di fatto un'influenza sulla gestione della società cui la comunicazione preventiva si riferisce, in virtù dei legami intercorrenti con il candidato acquirente, che possono rivestire, oltre che natura societaria, anche natura familiare o associativa.

In al modo viene, ancora una volta (così come avvenuto per la specificazione degli elementi di valutazione della idoneità soggettiva, di cui si è in precedenza trattato), funzionalizzata l'individuazione dei parametri di valutazione preventiva, mediante indicazione dell'ambito soggettivo di estensione della stessa, alle finalità – indicate dall'art. 15, comma 2, del T.U.F. - di assicurare, attraverso l'esercizio della funzione di vigilanza, la sana e prudente gestione della acquisenda società.

Rispetto a tali finalità, la descritta previsione regolamentare si pone in un rapporto di ragionevole coerenza, non potendo escludersi la possibilità di incidenza sulla gestione di una SIM tramite soggetti diversi dal formale intestatario della comunicazione preventiva, cui la partecipazione possa effettivamente imputarsi sotto il profilo sostanziale o i quali, in virtù di legami giu-

ridici o di fatto, societari o familiari o associativi, possano esercitare una decisiva influenza sulla stessa, da accertarsi nel caso concreto alla luce di elementi che ne attestino la sussistenza anche su base presuntiva, coerentemente con la funzione precauzionale e prudenziale della vigilanza, e con il carattere preventivo del vaglio rimesso all'Autorità competente.

Sotto tale ultimo profilo, inerente la ricognizione degli elementi concreti che consentono, nella fattispecie in esame, l'estensione della valutazione a soggetti diversi dal formale titolare della comunicazione, deve evidenziarsi che la stretta interconnessione tra Intermedia Finance e Intermedia Holding, posta a sostegno della ritenuta influenza che l'Ing. Consorte può esercitare sulla prima in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione della seconda, viene supportata, nel gravato provvedimento di diniego, da una serie di elementi che, non contestati nella loro oggettività da parte ricorrente, appaiono idonei a comprovarne la rilevata influenza.

In particolare, si fa riferimento, nel gravato atto di divieto, all'identità di azionariato delle due società ed alla intestazione di quote significative di partecipazione nella Intermedia Finance a consiglieri di amministrazione della Intermedia Holding, tra cui l'Ing. Consorte, oltre che ai Sig.ri Pierino Isoldi e Albano Guaraldi (presenti nel Consiglio di Amministrazione di Intermedia Holding, nominati nel Consiglio di Amministrazione di Intermedia Finance, poi dimissionari da quest'ultima).

Se tale circostanza è idonea ad attestare l'influenza diretta della Intermedia Holding - e dell'Ing. Consorte - nella Intermedia

Finance, viene altresì attribuito rilievo, nel gravato provvedimento, ad ulteriori elementi idonei a comprovare l'influenza sotto forma indiretta, quali l'unicità del disegno imprenditoriale posto alla base della costituzione del gruppo bancario che farebbe capo alla Intermedia Finance, la quale è concepita nel contesto imprenditoriale e manageriale di cui è espressione Intermedia Holding, e la compresenza delle sedi di Classica SIM (oltre che di Classica S.p.a.) presso l'indirizzo di Intermedia Holding.

L'identità di azionariato, la coincidenza di sede e l'unitarietà del piano industriale presentato a corredo dell'istanza, nella quale l'acquisto è espressamente inquadrato nel contesto imprenditoriale e manageriale di cui è espressione Intermedia Holding – del cui Consiglio di Amministrazione l'Ing. Consorte è Presidente – costituiscono elementi concreti che attestano, pertanto, ad un sufficiente livello di significanza indiziaria, la sussistenza di una unitarietà che, nel suggerire la rilevata connessione tra i due assetti societari, legittima il conseguente giudizio circa l'influenza dell'uno sull'altro sulla cui base formulare le valutazioni di idoneità.

Ulteriore elemento che, nella complessa ed articolata trama motivatoria sottesa al gravato provvedimento, assume rilievo ai fini della rilevata interconnessione tra le due società, è quello inerente la compartecipazione del gruppo Intermedia in iniziative anticipatorie della confluenza della SIM nel gruppo – oggetto di specifica censura di cui appresso – che costituisce un chiaro indice dell'influenza concreta esercitata da Intermedia Holding.

Il profilo inerente la compartecipazione del gruppo Intermedia nelle iniziative anticipatorie della confluenza della SIM in tale gruppo in pendenza delle valutazioni preordinate al rilascio del richiesto nulla osta da parte della Banca d'Italia, realizzate attraverso iniziative di integrazione tra i due gruppi e valutate in relazione alla reputazione del candidato acquirente sotto il profilo della correttezza nei rapporti con l'Autorità di Vigilanza, costituisce oggetto di un ulteriore complesso motivo di censura.

A tale stadio della svolta disamina delle censure ricorsuali proposte, giova, tuttavia, precisare che la delibata loro infondatezza si risolve nella cristallizzazione degli elementi ostativi al rilascio del richiesto nulla osta cui tali censure si riferiscono, elementi di cui va evidenziata l'idoneità a sorreggere il gravato divieto in quanto costituenti, ciascuno, un autonomo supporto giustificativo dello stesso.

Va, difatti, evidenziato, in proposito, come il gravato provvedimento sia sorretto da una articolata motivazione riferita a diversi profili riferiti a distinti piani di valutazione, sintetizzabili nella rilevata insussistenza del requisito della reputazione – riferito all'Ing. Consorte – alla condotta poco lineare a trasparente nei confronti dell'Organo di Vigilanza – riferita alle iniziative anticipatorie della confluenza e della integrazione tra i gruppi - e ai numerosi profili di inadeguatezza del progetto di acquisizione di Classica SIM da parte di Intermedia Finance.

Essendo, quindi, il gravato provvedimento basato su una pluralità di ragioni, distinte ed autonome, ciascuna delle quali è sufficiente a sorreggere sul piano giuridico la decisione, per pro-

vocare il suo annullamento in sede giurisdizionale occorrerebbe inficiare la legittimità di tutte le ragioni che lo giustificano.

Ne discende la preclusione della possibilità di giungere ad un giudizio caducatorio del gravato provvedimento, stante la rilevata immunità, dalle proposte censure sin qui delibate, degli esaminati rilievi ivi formulati, sufficienti *ex se* a sorreggere autonomamente l'opposto divieto.

Pur a fronte di ciò, ritiene il Collegio, a fini di completezza del giudizio, nella sua strumentale utilità per la futura azione, di dover procedere nell'esame di taluni ulteriori profili di censura, in relazione ai quali, tuttavia, anticipando le conclusioni che si andranno a trarre, non sono ravvisabili elementi di fondatezza.

Poste tali premesse, con riferimento all'individuazione, da parte della Banca d'Italia, di iniziative anticipatorie e di integrazione tra il gruppo Intermedia ed il gruppo Classica, valutate in relazione alla reputazione del candidato acquirente sotto il profilo della correttezza nei rapporti con l'Autorità di Vigilanza, parte ricorrente, nel ribadire la preclusione all'estensione della valutazione ad elementi diversi dai requisiti di onorabilità, afferma sostanzialmente la propria estraneità a tali iniziative, in relazione alle quali contesta, altresì, l'idoneità a dimostrare la sussistenza di un disegno anticipatorio del fenomeno aggregativo in pendenza del rilascio del richiesto nulla osta da parte della Banca d'Italia.

A sostegno delle proprie affermazioni, si sofferma parte ricorrente sulla puntuale analisi delle iniziative indicate nel gravato provvedimento, le quali andrebbero piuttosto qualificate, a suo dire, quali atti di gestione posti in essere da Classica SIM nella

propria autonomia, senza alcuna interferenza da parte di Intermedia Holding, e tantomeno, di Intermedia Finance, e senza che gli stessi siano in alcun modo riferibili a tali società.

La suggestiva prospettazione di parte ricorrente non appare convincente.

Tali iniziative consistono nell'acquisizione, da parte di Classica SIM, di partecipazioni azionarie del capitale di Intermedia Holding e di Intermedia Finance; nell'assunzione quale Presidente del Consiglio di Amministrazione e Amministratore Delegato di Intermedia Finance del Dott. Carosio, precedentemente Presidente della SIM; nel trasferimento della sede di Classica SIM presso lo stesso indirizzo di Intermedia Holding; nell'assunzione da parte di Classica SIM di dipendenti di Intermedia.

Precisato, in punto di fatto, che il gravato provvedimento dà puntualmente atto delle intervenute dimissioni del Dott. Carosio dalle predette cariche, e rilevato come – contrariamente a quanto in proposito sostenuto da parte ricorrente - al conferimento delle stesse sia stato legittimamente attribuito rilievo ai fini di individuare i rilevati profili anticipatori dell'integrazione tra i gruppi, ritiene il Collegio che le descritte iniziative, se unitariamente e complessivamente riguardate, siano idonee a dimostrare un disegno anticipatorio del progetto aggregativo tra i due gruppi attraverso la loro integrazione, nell'ambito di una strategia necessariamente concordata con la candidata acquirente e con il gruppo di riferimento, poco plausibili apparendo le considerazioni

espresse in proposito da parte ricorrente circa la sua totale estraneità a tali iniziative.

Ed invero, gli elementi di ritenuta anticipata aggregazione, se possono costituire, isolatamente considerati ed in assenza della pendenza del procedimento di rilascio del nulla osta per l'acquisto di partecipazione di controllo, espressione di autonomia gestionale e quindi di per sé neutri, ad una loro complessiva considerazione non risponderebbero a logica alcuna se sganciati dal progetto di acquisizione, di cui costituiscono all'evidenza, un'anticipazione, laddove attestano la creazione di connessioni tra la SIM ed il gruppo Intermedia.

In proposito, vanno, inoltre, ritenuti ininfluenti i rilievi di parte ricorrente circa l'eventuale coinvolgimento della sola Intermedia Holding in tali iniziative, e ciò alla luce della sopra esaminata interconnessione tra le due società e della intestazione formale della comunicazione preventiva di acquisto a Intermedia Finance, il cui coinvolgimento avviene anche per il tramite dell'unicità del fine anticipatorio dell'aggregazione.

Con riferimento alle doglianze proposte avverso i profili di inadeguatezza del progetto di acquisizione di Classica SIM da parte di Intermedia Finance, riportati nel gravato provvedimento, va innanzitutto disattesa l'affermazione di parte ricorrente che, nell'assumere l'insussistenza di un obbligo di presentazione del piano industriale, nega la stessa possibilità per la Banca d'Italia di formulare valutazioni sfavorevoli in ordine a tale piano.

Se la valutazione prudenziale rimessa alla Banca d'Italia è finalizzata, per come sancito dall'art. 15 del T.U.F., alla verifica

della idoneità del candidato acquirente ad assicurare una gestione sana e prudente della società, non può prescindersi, in via logica ancor prima che giuridica, dall'esame della attendibilità, serietà, affidabilità e coerenza del piano industriale da cui evincere le scelte gestionali, cui la ricordata valutazione deve indirizzarsi.

Inoltre, se in assenza del piano risulta difficilmente configurabile la stessa sussistenza di una comunicazione preventiva di acquisto, va rilevato che l'art. 10 *ter* della Direttiva MIFID, come introdotto dalla Direttiva 2007/44/CE, contempla espressamente il progetto di acquisizione, cui la valutazione - finalizzata a garantire la gestione sana e prudente - deve indirizzarsi.

Avuto riguardo al rilievo – contenuto nel gravato provvedimento - inerente la mancata considerazione, nel piano, della sottoposizione di Classica SIM alla procedura di amministrazione straordinaria, rivelandosi per l'effetto il piano inattuale e non suscettibile di favorevole valutazione, osserva il Collegio che l'avvio, successivamente alla presentazione della comunicazione preventiva di acquisto, della procedura di amministrazione straordinaria della Classica SIM, costituisce una circostanza obiettiva e di fatto, di cui l'organo di vigilanza deve necessariamente tenere conto nell'apprezzare il piano industriale, ininfluente essendo l'eventuale mancata conoscenza, da parte della ricorrente, di tale circostanza.

La valutazione rimessa all'Autorità di vigilanza è, difatti, necessariamente connessa allo stato dei fatti esistenti al momento della decisione, assumendo quindi decisivo rilievo le condizioni

in cui versa la SIM che, necessariamente, devono essere prese in considerazione nell'ambito di un piano di acquisto.

Il giudizio di inattualità del piano è, dunque, fondato su elementi obiettivi, essendo stato il piano elaborato precedentemente all'avvio della procedura di amministrazione straordinaria della SIM e senza tenere conto delle criticità in cui la stessa versava, come puntualmente rappresentate nel gravato provvedimento.

Né può accedersi alla tesi sostenuta da parte ricorrente, nell'articolazione di un ulteriore profilo di censura, volta a sostenere l'obbligo di informazione incombente sulla resistente Amministrazione alla luce del canone di correttezza e dell'obbligo di leale collaborazione espressamente sancito dalla Direttiva 2007/44/CE, cui farebbe da corollario l'illegittimità dell'omesso ricorso alla sospensione del procedimento, che avrebbe consentito l'adeguamento del piano.

La sospensione del procedimento di valutazione prudenziale è finalizzata all'acquisizione di documentazione integrativa, e non costituisce, pertanto, strumento percorribile nelle ipotesi in cui la comunicazione preventiva presenti lacune di tipo sostanziale o previsionale, quali quelle riferite.

Ne discende l'irrilevanza dell'eventuale informazione che la Banca d'Italia avrebbe potuto fornire al riguardo, in relazione alla quale, peraltro, non è configurabile alcun obbligo, tenuto anche conto dei profili di riservatezza che connotano la relativa procedura.

Peraltro, per i provvedimenti di amministrazione straordinaria è prevista la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale quale forma di pubblicità, intervenuta, nel caso in esame, in data 26 ottobre 2009.

Aggiungasi, in proposito, che le carenze rilevate nel gravato provvedimento, in quanto attinenti ad elementi sostanziali del proposto programma di acquisto di partecipazione di controllo nella SIM, non possono essere supplite attraverso una mera integrazione documentale o allegazione di chiarimenti, cui correlare il relativo onere di richiesta incombente sull'Amministrazione procedente, necessitando piuttosto di una rimodulazione del progetto attraverso la previsione di misure idonee a superare i rilievi espressi.

Avuto riguardo alla ulteriore censura con cui parte ricorrente lamenta la mancata comunicazione dei motivi ostativi al rilascio del richiesto nulla osta prima dell'adozione del gravato provvedimento di divieto, così impedendo l'instaurazione del contraddittorio predecisorio, il Collegio ne rileva l'infondatezza nella considerazione della incompatibilità dell'istituto della comunicazione dei motivi ostativi all'accoglimento dell'istanza con le regole che scandiscono il procedimento in esame.

Richiamata la già delibata applicabilità, alla fattispecie in esame, della Direttiva 2007/44/CE, va richiamata la scansione procedimentale dettata dall'art. 10 *bis* della Direttiva MIFID, come introdotto dalla citata Direttiva, in base alla quale le autorità competenti devono comunicare la ricezione della comunicazione ('notifica' nella terminologia comunitaria) entro due giorni dalla

relativa ricezione, e devono effettuare la valutazione nel termine massimo di 60 giorni decorrenti dal predetto avviso.

Tale termine di conclusione del procedimento può essere sospeso una sola volta per un massimo di 20 giorni in caso di richiesta di ulteriori informazioni necessarie alla valutazione.

Ribadita l'insussistenza di ragioni idonee a giustificare il ricorso alla prevista sospensione del termine al fine di acquisire informazioni integrative, la puntuale definizione dei tempi e delle fasi del procedimento, la brevità del termine previsto per la sua conclusione e la mancata previsione di ipotesi di interruzione del relativo decorso, rende conseguentemente inapplicabile ai procedimenti per la valutazione delle acquisizioni di capitali delle SIM l'istituto della comunicazione dei motivi ostativi all'accoglimento dell'istanza, previsto dall'art. 10 *bis* della legge n. 241 del 1990, in quanto incompatibile con i ristretti termini entro i quali l'Amministrazione deve provvedere.

Da quanto sin qui illustrato, emerge dunque l'immunità, sotto gli esaminati profili di censura, del gravato provvedimento.

Avuto riguardo alle restanti censure sollevate da parte ricorrente con riferimento agli ulteriori rilievi, contenuti nel gravato provvedimento, relativamente alle carenze del progetto di acquisizione, il Collegio, nel richiamare gli ambiti del consentito sindacato giurisdizionale in *subjecta materia* e ribadita la sufficienza delle motivazioni risultate indenni dai denunciati vizi a sorreggere il gravato provvedimento di divieto, ritiene di poter prescindere dal relativo vaglio.

In conclusione, alla luce delle considerazioni sin qui illustrate, il ricorso va rigettato.

Valutati tutti gli elementi della vicenda contenziosa, possono equamente compensarsi tra le parti le spese di giudizio.

P.Q.M.

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio

- Roma - Sezione Prima

Pronunciando sul ricorso N. 11192/2009 R.G., come in epigrafe proposto, lo rigetta.

Spese compensate.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

Così deciso in Roma nella camera di consiglio del giorno 10 febbraio 2010 con l'intervento dei Magistrati:

Roberto Politi, Presidente FF

Elena Stanizzi, Consigliere, Estensore

Roberto Caponigro, Consigliere

I CONTROLLI DI VIGILANZA IN SEDE DI ACQUISIZIONE DI PARTECIPAZIONI RILEVANTI: UN PRIMO VAGLIO DEL GIUDICE AMMINISTRATIVO.

1. La disciplina dei controlli sui requisiti dei soggetti che intendono esercitare attività di intermediazione vigilate si trova in una stagione di cambiamento significativo.

Come recentemente si è avuto modo di notare, il quadro normativo europeo inerente i poteri di valutazione delle autorità di vigilanza in relazione ai progetti di acquisizione di partecipazioni al capitale delle banche, delle imprese di assicurazioni e degli intermediari autorizzati alla prestazione di servizi d'investimento è stato incisivamente riformato per effetto della direttiva comunitaria n.2007/44 e delle corrispondenti misure di attuazione adottate dalle autorità di regolazione [1].

La sentenza qui commentata costituisce l'occasione di una prima importante verifica giudiziale delle novità normative introdotte e, sebbene si collochi ancora in un periodo transitorio (imputabile al ritardato recepimento della citata direttiva comunitaria nell'ordinamento nazionale), si segnala per aver investito uno dei profili più delicati della disciplina delle acquisizioni di partecipazioni rilevanti al capitale degli intermediari vigilati: quella riguardante i "requisiti di idoneità" degli esponenti delle entità candidate che si propongono di acquisire la partecipazione.

Il caso, che ha avuto anche qualche eco di stampa, trae origine dall'iniziativa delle società Intermedia Holding e Intermedia Finance (risultante dalla scissione della prima) che, in successione tra loro e con ripetute istanze (nel marzo del 2009 e poi nell'agosto dello stesso anno), avevano progettato di acquisire il 67% del capitale di Classica SIM (società successivamente posta

[1] Il tema è stato trattato nell'ambito di uno studio, cui mi sia consentito rinviare in questa sede e in seguito nel testo, dedicato alla disciplina dei requisiti degli esponenti e alla sua concreta applicazione in ambito nazionale: cfr. DE LILLO, *I controlli sull'integrità degli esponenti. Una rivoluzione silenziosa per il governo delle imprese vigilate*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam, 2010, p.477 ss. Rispetto alle riflessioni ivi esposte, del resto, le presenti note si pongono per alcuni aspetti in una linea di ideale continuità.

in amministrazione straordinaria). La Banca d'Italia, valutate le istanze avanzate dalle società interessate, aveva vietato (nel luglio 2009 e poi nuovamente a novembre dello stesso anno) le operazioni di acquisizione ai sensi dell'art.15 co.2 TUF. I provvedimenti interdittivi facevano applicazione dei poteri discrezionali di valutazione dell'idoneità del potenziale acquirente e del progetto di acquisizione, derivanti soprattutto dalla diretta applicazione della direttiva 2007/44, nonché dal regolamento della stessa autorità di vigilanza datato 4 agosto 2000, interpretato anche alla luce dall'art.3, n.3 della richiamata Direttiva 2007/44 (che ha introdotto un nuovo art.10 ter nella c.d. Direttiva MIFID). Intermedia Finance aveva conseguentemente avanzato ricorso al giudice amministrativo con articolate censure, evidenziando che i rilievi addebitati all'acquirente nei provvedimenti di divieto adottati dall'autorità di vigilanza erano basati – secondo la difesa della ricorrente, in modo illegittimo e con eccesso di potere - soprattutto *(i)* sulla specifica posizione di influenza nelle società istanti riconducibile ad un noto esponente del mercato finanziario – che rivestiva rispettivamente cariche di amministratore delegato di Intermedia Holding e di presidente (poi dimessosi) di Intermedia Finance – in pendenza dei procedimenti penali avviati nei confronti dello stesso per reati in materia di insider trading, manipolazione del mercato e ostacolo alle autorità di vigilanza [2], *(ii)* su

[2] Non è questa la sede per un richiamo ai fatti di cronaca da cui traevano origine i procedimenti penali pendenti a carico dell'esponente in questione, se non per sottolineare che si trattava di una rete di vicende, che hanno certamente avuto risalto molto ampio nel contesto socio-economico nazionale, legate, tra l'altro, al tentativo di scalata di UNIPOL sulla BNL avvenuto nel 2005 ed alla connessa dinamica di eventi che condusse anche alle

presunte incertezze per le relazioni d'affari che avrebbero minato la reputazione del candidato acquirente, con iniziative anticipatorie dell'operazione rispetto ai prescritti controlli di vigilanza *(iii)* sull'assunta inadeguatezza del progetto di acquisizione per carenze del piano industriale, che non teneva conto della situazione specifica dell'intermediario di cui era progettata l'acquisizione [3].

Il TAR del Lazio (con la sentenza n.2826/2010 qui annotata) respinge il ricorso, con una motivazione che merita senza dubbio interesse e attenzione, poiché i diversi snodi della decisione sembrano particolarmente incisivi nel sottolineare la nuova impostazione dei rapporti tra le autorità di vigilanza amministrative e i soggetti vigilati, che si delinea a seguito della riforma richiamata in premessa.

2. La prima questione sulla quale verte la sentenza riguarda l'applicazione della direttiva 2007/44, in mancanza di una normativa nazionale di recepimento.

Il punto presentava rilevanza ai fini della decisione perché, al momento del provvedimento impugnato, detta direttiva non era ancora stata recepita nell'ordinamento italiano: il legislatore nazionale ha infatti provveduto alla trasposizione in ritardo rispetto al termine previsto (scaduto il 21 marzo 2009), ottemperandovi

dimissioni del Governatore della Banca d'Italia, il 19 dicembre 2005. Tra i molti riferimenti di stampa di quel periodo, cfr. *Corriere della Sera* 16 e 17 dicembre 2005.

[3] La difesa della società ricorrente, oltre a censurare il provvedimento per violazione di legge ed eccesso di potere in rapporto alla normativa di settore, ha sviluppato i motivi di impugnazione, tra l'altro, in relazione all'ipotesi di violazione e falsa applicazione degli artt.27 e 41 Cost. e dei principi di legalità e proporzionalità.

solo a seguito del d.lgs. n. 21 del 27 gennaio 2010 (su delega della "legge comunitaria" n.88 del 7 luglio 2009).

L'intervento risolutivo del legislatore, in effetti, sposta oggi il centro dell'attenzione sul nuovo testo delle disposizioni nazionali che hanno dato attuazione alle regole comunitarie: la disciplina dei controlli sugli assetti proprietari degli intermediari, coerente con l'impronta antiprotezionistica e di massima armonizzazione voluta dalla c.d. direttiva Mc Creevy, trova ora sede nelle disposizioni dei testi unici settoriali, riformulate con approccio "trasversale", per le banche (per quanto riguarda il tema qui esaminato, in particolare, si tratta del nuovo comma 5 dell'art.19 TUB) [4], per le assicurazioni (art.68, comma 5, CAP) e per le imprese d'investimento (art.15, comma 2, TUF) [5].

---

[4] In particolare, il nuovo art.15, comma 2 del TUF, sostituito dal d.lgs. 21/2010, recita ora: "*La Banca d'Italia può vietare [...], l'acquisizione della partecipazione quando ritenga che non ricorrono condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente dell'intermediario, valutando la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione in base ai seguenti criteri: la reputazione del potenziale acquirente, ivi compreso il possesso dei requisiti previsti ai sensi dell'articolo 14 [di onorabilità]; il possesso dei requisiti previsti ai sensi dell'articolo 13 [onorabilità, professionalità e indipendenza] da parte di coloro che, in esito all'acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione, direzione e controllo; la solidità finanziaria del potenziale acquirente; la capacità dell'intermediario di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attività; l' idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza; l'assenza di fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa a operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo*".

[5] Per una prima analisi di tali disposizioni cfr. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni ed incrementi di partecipazioni: le nuove regole*, in *Le Società*, 2010, p.718 ss., che ricorda, tra l'altro, come la normativa nazionale abbia discrezionalmente esteso l'ambito di applicazione della direttiva includendovi anche i gestori del risparmio (SGR e SICAV). L'originario spirito antiprotezionistico della direttiva 2007/44, il processo di recepimento secondo lo schema della armonizzazione massima, nonché la cooperazione dei Comitati di regolazione di terzo livello per l'attuazione di tale disciplina sono stati esaminati già in DE LILLO, *I controlli sull'integrità degli esponenti*, *cit.*, p.485 ss. Per un'ampia analisi delle innovazioni prodotte dall'armonizzazione comunitaria delle regole in materia di acquisizioni di partecipazioni bancarie (su cui risultano esemplari le dichiarazioni del Commissario per il mercato interno riportate nell'intervento: *Improving the supervisory approval process for mergers and acquisitions*, Brussels, 12 settembre 2006), v. BOCCUZZI, Gli assetti proprietari delle banche, regole e controlli, Torino, 2010, p.119 ss.

Come si diceva, tuttavia, al momento del provvedimento di divieto, oggetto del giudizio qui in esame, la direttiva 2007/44 giaceva in stato di "limbo" per l'ordinamento italiano [6]. Ciò ha reso necessario per il giudice amministrativo soffermarsi sulla sufficiente precisione della direttiva europea, dando atto del suo contenuto dettagliato e incondizionato, al fine di statuirne la natura *self-executing* e la diretta applicazione nell'ambito dell'ordinamento nazionale allo scadere del termine di recepimento prescritto dalla medesima direttiva agli Stati membri.

A ben vedere, la stessa Banca d'Italia con comunicazione al mercato del 19 maggio del 2009 (seguita a luglio da analoga comunicazione dell'ISVAP per il settore assicurativo) aveva inteso rimarcare la chiarezza dei contenuti precettivi comunitari, richiamando l'attenzione generale degli operatori sulla immediata applicazione delle nuove regole, ivi incluse quelle relative ai requisiti e ai nuovi criteri di valutazione del progetto di acquisizione e del candidato acquirente di una partecipazione rilevante al capitale degli intermediari vigilati.

---

[6] Non si ha lo spazio qui, né tutti gli elementi di fatto per valutare quanto potesse rilevare la circostanza che la presentazione dell'istanza da parte della società Intermedia Finance, all'origine, risultasse avvenuta in una data (13 marzo 2009) di poco anteriore al termine previsto per il recepimento della direttiva 2007/44. In effetti, per completezza, va notato che il TAR del Lazio (con sentenza n.2827/2010 adottata congiuntamente con quella qui esaminata e con analoghe motivazioni) ha rigettato anche un primo ricorso promosso sul divieto pronunciato dall'autorità di vigilanza nel luglio 2009 per la medesima operazione. Ragionevolmente, come si desume dai cenni nelle due sentenze, le integrazioni successive alla prima istanza devono aver fatto pienamente entrare il procedimento amministrativo nel vigore del regime della direttiva 2007/44. Le decisioni infatti riconoscono che, in forza dell'art.8 comma 2 della stessa direttiva, le istanze presentate prima del recepimento (o del termine di scadenza per questo) restano attratte all'applicazione della normativa nazionale vigente alla data della presentazione, rendendo le procedure di valutazione successive indifferenti all'inutile decorso del termine di recepimento. Nella specie, dunque, integrazioni documentali e nuovi eventi intervenuti durante il corso dell'iter amministrativo hanno escluso che tale ultima disposizione potesse avere un peso decisivo nella controversia.

Il punto si presenta di qualche spessore, essendo qui utile ricordare che, dopo lo spirare del termine di recepimento, il principio della diretta applicazione delle norme precise e incondizionate contenute in direttive comunitarie ha formato oggetto di un'elaborazione giurisprudenziale complessa e dai risultati ancora non del tutto acquisiti [7].

Nel caso in esame, la sentenza del TAR del Lazio può rappresentare un ulteriore tassello del mosaico composito di tale evoluzione, avendo particolare riguardo all'applicazione del medesimo principio nel rapporto verticale tra un'autorità amministrativa di vigilanza e gli interessi privati amministrati. Si noterà, per altro verso, che la decisione in commento non si appella alle regole europee non recepite come presupposto del riconoscimento del diritto di un soggetto privato, che sarebbe stato altrimenti trascurato dall'assetto normativo nazionale non ancora adeguato (così, ad esempio, avrebbe potuto risultare se si fosse trattato di giudicare dell'istanza concorrente di un diverso acquirente europeo, che avesse conteso con il primo il controllo del medesimo intermediario). Piuttosto, le norme della direttiva comunitaria sono state utilizzate – in un peculiare rapporto verticale, per così dire, di tipo *top-down* – per fondare un più ampio potere discrezio-

[7] Per tutti v. CONTI, *Direttiv comunitarie dettagliate ed efficacia diretta nei rapporti interprivati: il timone passa al giudice nazionale*, in *Corr. Giur.*, 2005, p.188 ss; Id., *Interpretazione conforme del diritto interno al diritto comunitario: un'occasione mancata per la Cassazione*, in *Corr. Giur.*, 2007, p.368 ss. ove sono ricostruiti con ampia analisi dei precedenti i tratti salienti dell'evoluzione giurisprudenziale europea e italiana (v. tra le altre Corte di giustizia 5 ottobre 2004, C397-C403/01 e Cass. n.23937/2006) e dello stato del dibattito, che hanno scandito i termini e le condizioni dell'adeguamento automatico dell'ordinamento nazionale ai canoni armonizzati contenuti in norme direttive. Cfr. pure SABATINI, *Il diritto privato ed il contesto comunitario: la ricerca di conformità e l'interpretazione del diritto nazionale alla luce delle direttive*, in *Contratto e impresa/Europa*, 2007, p.113 ss.

nale dell'autorità di vigilanza, che ha consentito di limitare l'attività economica di investimento del candidato acquirente, allo scopo ultimo di assicurare una più prudente e sana gestione del risparmio intermediato dalla società vigilata (interesse pubblico principale, da cui originano la normativa di vigilanza e il potere autoritativo conferito alla Banca d'Italia).

Si vuol dire che, per qualche verso, in questa occasione, l'applicazione specifica del principio di automatica integrazione dell'ordinamento nazionale con le direttive europee, nel particolare contesto cui si riferiva, sembra aver dato luogo ad una sorta di eterogenesi dei fini. Il risultato appare in larga misura spiegabile con il mutamento generale dell'ambiente socio-economico nel quale le norme giuridiche e la loro interpretazione sono venute maturando: le esperienze dei dissesti e della crisi hanno senza dubbio potuto influenzare una sostituzione di priorità, per cui alle originarie incalzanti mozioni di impronta "mercatista" (da cui la proposta di direttiva era partita) si sono venute sovrapponendo le più misurate esigenze di protezione del risparmio (che del resto, nel nostro ordinamento, allo stato, trovano solido ancoraggio nel rapporto tra i corrispondenti valori costituzionali).

Sul piano tecnico, poi, è degno di nota che le argomentazioni della decisione del Tribunale sembrano praticare allo stesso tempo un ulteriore metodo di allineamento normativo rispetto all'ordinamento comunitario. La decisione infatti si avvale anche dell'interpretazione del tessuto dell'ordinamento nazionale esistente, in modo da valorizzarne una lettura coerente con la direttiva in corso di recepimento.

La metodica della c.d. interpretazione conforme, in altri termini, sembra percorsa dal TAR del Lazio con particolare riferimento al regolamento della Banca d'Italia del 4 agosto 2000. A tale proposito, con la decisione qui commentata, si sottolinea che l'autorità, nell'esame dell'istanza diretta ad acquisire il controllo dell'intermediario mobiliare vigilato, può (ed anzi deve) specificamente apprezzare con ampi margini di discrezionalità la "correttezza delle relazioni d'affari" dell'istante, applicando tale parametro non solo con riferimento all'entità giuridica diretta promotrice dell'iniziativa, ma anche in relazione ad imprese e persone con essa strettamente connesse. Di questo parametro si accentua dunque il valore complementare rispetto ai requisiti di "onorabilità" e di "affidabilità della situazione finanziaria", come distinto metro di giudizio riconducibile al generale principio della "sana e prudente gestione" dell'intermediario vigilato. In particolare, ne viene agganciata la potenzialità espressiva alle indicazioni desumibili dalla nuova normativa comunitaria, la quale appunto disancora chiaramente il giudizio chiesto all'autorità dai tassativi requisiti di onorabilità (risalenti all'impianto della prima direttiva di coordinamento bancario n.77/780 e, per gli intermediari mobiliari, alla direttiva n.93/22) [8], per affiancare ad essi valutazioni soggettive che afferiscono anche alla "reputazione" del candidato acquirente e alle sue relazioni d'affari.

---

[8] Sulla prima applicazione delle regole del c.d. "*fit and proper test*" per gli esponenti e gli azionisti delle società di intermediazione mobiliare nel quadro di attuazione della direttiva Eurosim cfr. *Commenti sub artt.7ss del d.lgs.415/96,* a cura di FRENl e TROlANO, in AA.VV., *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, diretta da Capriglione, 1997, p.51 ss., nonché PISANI, *Commento sub art.13*, in AA.VV. *Testo Unico della finanza, Commentario* a cura di Campobasso, v.1, Torino, 2002, p.110 ss.

3. Sembra a questo punto opportuno dare maggiore enfasi all'ampiezza della valutazione discrezionale che viene riconoscuita alla Banca d'Italia riguardo a quei requisiti di reputazione del candidato acquirente ulteriori rispetto alla stretta onorabilità degli esponenti. Si ricorderà, per inciso, che le condizioni di "onorabilità" per gli azionisti delle società di intermediazione mobiliare, al momento, restano ancora cristallizzate nel decreto ministeriale n.469 dell'11 novembre 1998.

Come notato negli studi dedicati alla materia, la normativa di vigilanza ha da tempo valorizzato il criterio legislativo della sana e prudente gestione, opportunamente abilitando un potere valutativo pieno e sostanziale da parte dell'autorità di vigilanza nel ponderare i progetti di acquisizione di partecipazioni rilevanti e di controllo nel capitale degli intermediari [9].

Tale potere pubblico – anche in forza dei criteri di predeterminazione amministrativa della discrezionalità esercitata, predisposti in via regolamentare dalla stessa autorità - consente alla funzione di supervisione di addentrarsi in profondità nelle caratteristiche organizzative e di funzionamento del soggetto giuridico e del gruppo economico che si propone di divenire azionista, in

[9] Secondo alcuni (MORELLO, op cit. , p. 721), invero, "il carattere di novità del regime prudenziale introdotto dal decreto n.21/2010 sfuma decisamente se si considera che questo regime è, per la gran parte, sovrapponibile a quello elaborato nei provvedimenti attuativi emanati ante riforma". In tale prospettiva, nel regime prudenziale derivante dal decreto "la novità si fa stimare più che sul piano dei contenuti, su quello della «fonte» nel senso che le regole che compongono quel regime sono state, per la prima volta, riprodotte all'interno di disposizioni di rango primario". A ben vedere, peraltro, rispetto a tale lettura, si è dell'avviso che il trasferimento sul piano della legge primaria delle regole prudenziali in argomento, in particolare per quelle sulla reputazione delle persone fisiche, presenta profili di ordine sostanziale e non meramente formale, laddove consente di radicare un confronto più corretto tra interessi costituzionalmente rilevanti.

particolar modo nelle fattispecie di acquisizione del controllo dell'intermediario.

Per altro verso, nella misura in cui la valutazione investe la "qualità" delle persone fisiche, l'intensità del potere valutativo dell'autorità di settore sembra risultare ora "rinsaldata" proprio per effetto della nuova direttiva europea 2007/44 e delle linee guida dettate dai Comitati di terzo livello[10]. Come dimostra il caso in esame, infatti, per il controllo di idoneità delle persone fisiche che hanno ruoli chiave nella conduzione delle imprese acquirenti (ove pure formalmente diverse dalla persona giuridica del richiedente), si ammette emblematicamente un giudizio basato su dati indiziari o accertamenti non conclusivi – che non può certamente trascendere sul piano del moralità, ma - che può giungere a *superare il generale principio di non colpevolezza*, considerato valevole senz'altro sul piano penale, ma non necessariamente in ambito amministrativo [11].

In effetti, la decisione del TAR del Lazio si distingue per un passaggio molto chiaro sul punto, dando atto della necessità di assicurare che l'interesse pubblico perseguito dall'autorità di settore, sia pure in un equo contemperamento con gli interessi privati, non deve risultare intralciato dai tempi necessariamente lunghi

---

[10] Si fa riferimento alle *Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC*, documento adottato il 18 dicembre 2008 dai Comitati europei per la regolazione delle banche (CEBS), delle assicurazioni e dei fondi pensione (CEIOPS) e degli intermediari in strumenti finanziari (CESR) e disponibile all'indirizzo web: *http://www.c-ebs.org/Publications/Standards-Guidelines*.

[11] Per una ricostruzione dei profili penali del principio di non colpevolezza v. BALDI, *Presunzione di non colpevolezza*, in Il diritto Enc. Giur., Milano 2007, v.XI, p.408. Quanto al limitato rilievo del principio in ambiti non penali, v. Corte Cost 24246/1998, Cass. Civ., Sez. lavoro, n. 29825/2008, Cons. Stato, Sez. IV, 15-06-2004, n. 3928; Cons. Stato, Sez.VI, 29-5-2008, n.2531.

dell'accertamento giurisdizionale penale. Potrà considerarsi pertanto giustificato un esame che non si limita ai soli requisiti tassativi di onorabilità, ma perviene ad un'anticipazione della soglia di tutela, al fine di evitare la gestione del risparmio da parte di soggetti di *dubbia* reputazione.

In relazione a quest'ultimo criterio guida, senza qui volersi riferire al caso specifico e alle sue particolarità [12], in verità, può trovare spazio qualche puntualizzazione: sembra infatti a chi scrive che il mero accertamento di procedimenti penali pendenti, seppur riferibili a reati gravi e seppur qualificati da un alto grado di connessione con l'ambito finanziario [13], potrebbe di per sé solo risultare un elemento di fatto troppo debole per farne conseguire una preclusione automatica e radicale a carico dell'investitore.

Nella sostanza, si avverte che, pur considerando le innovazioni normative di cui si è riferito, dovrebbe evitarsi, in linea di principio, un trasferimento meccanico degli effetti dell' incompiuto accertamento penale rispetto al contesto del procedimento amministrativo.

Valga qui fare un parallelismo con il procedimento di valutazione dei requisiti di onorabilità in senso stretto. Si è in altra

---

[12] Si noti che nella vicenda esaminata dal Tribunale, al di là delle imputazioni pendenti per reati economici, tra l'altro, all'acquirente è stata ascritta una condotta non corretta per il tentativo di anticipare gli effetti dell'acquisizione in pendenza del rilascio del provvedimento di vigilanza, mentre gravavano sull'intermediario vigilato ispezioni amministrative, che avrebbero poi condotto all'amministrazione straordinaria. In particolare, secondo la sentenza alcuni esponenti dell'intermediario erano stati nominati negli organi sociali del gruppo societario del candidato acquirente della partecipazione ed erano stati avviati atti concreti di integrazione delle organizzazioni aziendali.

[13] La stretta prossimità dei reati con il settore finanziario, nel caso specifico, appariva evidente senz'altro in astratto per la manipolazione del mercato e per l'insider trading, mentre aveva anche potenzialmente ricadute più specifiche per l'ostacolo alle funzioni di vigilanza, di cui le autorità di settore possono essere, in senso lato, dirette parti lese.

sede evidenziato, infatti, che la stessa disciplina dell'onorabilità degli esponenti aziendali degli intermediari finanziari, a ben vedere, al di fuori dei casi di decadenza, non si àncora necessariamente ad un giudizio penale definitivo: l'istituto della sospensione temporanea dall'incarico – basato su presupposti cautelari, anticipatori rispetto ad un conclusivo accertamento di responsabilità penale - attiva infatti un giudizio interno all'organizzazione di governo societario dello stesso intermediario, dal quale può esitare una conferma di fiducia nell'esponente o, all'opposto, la revoca dall'incarico [14]. In tale ambito, si è tuttavia ritenuto che a quei fini il giudizio prescritto dovrebbe condensarsi in una motivazione congrua, che analizzi la rilevanza dei fatti ascritti e le loro conseguenze per l'intermediario o per i suoi *stakeholders*, secondo un paradigma di ragionevolezza analogo a quello proprio della "*giusta causa*", non schiacciata sulla mera acquisizione degli indizi di responsabilità penali [15].

In ultima analisi, nei settori vigilati, le decisioni societarie dirette a valutare sul piano della reputazione la qualità ed affidabilità dell'esponente aziendale dell'intermediario e le stesse decisioni amministrative di vigilanza che possono investire tale profi-

---

[14] Cfr. DE LILLO, *I controlli sull'integrità degli esponenti, cit.* , p.482 s. e 493 s.

[15] Anzi, di più, si è sostenuto che il giudizio in questione meriterebbe di non restare confinato al solo piano privatistico, assumendo rilevanza per gli interessi pubblici sottesi a tale disciplina e, *de iure condendo*, si è auspicato che su di esso possa istituirsi anche una forma di controllo amministrativo, affidato alle autorità di vigilanza (v. DE LILLO, op. loc. cit.). Tale impostazione costruttiva, in effetti, aspira anche a sottolineare la possibile aporia che rischia di delinearsi di fatto tra una disciplina dei *controlli pubblici sugli assetti proprietari,* abilitati (sulla spinta delle indicazioni comunitarie) ad un giudizio anticipatorio delle risultanze penali, e una disciplina dei *controlli pubblici sull'assetto di governo* degli intermediari (cui sono stabilmente affidate le attività di direzione, gestione e controllo dell'impresa), per la quale il filtro di vigilanza si attiverebbe, per converso, nelle sole situazioni penalmente rilevanti accertate in via definitiva.

lo (ora forse più chiaramente, ad esito del recepimento della direttiva 2007/44) con riguardo sia agli esponenti, sia agli azionisti (in sede di acquisizione di partecipazioni rilevanti), dovrebbero presentare nelle motivazioni un vaglio strutturato degli effetti di eventuali *track record* negativi per la situazione concreta dell'impresa vigilata.

L'opinione appena formulata può valere tanto per i giudizi di rilevanza, quanto per quelli di eventuale irrilevanza dei precedenti, in rapporto a procedimenti penali o disciplinari pendenti, o comunque definiti con statuizioni non dirimenti (come nella specie, condanne annullate per incompetenza, rinvio a giudizio, richieste di rinvio a giudizio), nei quali l'ampia discrezionalità valutativa – privata o pubblica – costituisce, ad un tempo, potere ed onere per chi di essa è investito.

Emilio De Lillo[*]
Dottore di ricerca in Diritto dei mercati finanziari
presso l'Università di Pisa

[*] L'A. è responsabile dell'Ufficio consulenza legale e societaria di Intesa - SanPaolo. Si precisa che le opinioni espresse nel presente saggio sono del tutto personali e non devono essere in alcun modo ricondotte all'ente di appartenenza.

TRIBUNALE DI PARMA

30 giugno 2010, n.1832

Centrale rischi - Segnalazione della sofferenza - Presupposti - Valutazione complessiva della situazione del cliente - Necessità - Accertamento della natura non transitoria della difficoltà – Necessità - Esistenza di un piano di risanamento - Formulazione di offerte attendibili - Illegittimità della segnalazione

In considerazione del principio in base al quale la segnalazione della sofferenza alla centrale rischi può aver luogo solamente all'esito di una valutazione della complessiva situazione patrimoniale del cliente che coinvolga tutti i suoi rapporti con il circuito bancario e dunque della natura realmente non transitoria della difficoltà che ha determinato la sofferenza, deve considerarsi illegittima la segnalazione di un soggetto che, pur risentendo della crisi economica in atto, si sia attivato per ripianare le proprie passività formulando in più riprese offerte di pagamento idonee allo scopo.

[Omissis...]

Il Giudice aff., letti gli atti e sciogliendo la riserva, osserva:

le Società a r.l. *(omissis)* ed *(omissis)*, operanti nel settore del commercio di auto di lusso, in persona delle stesso legale rappresentante, *(omissis)*, hanno chiesto, in via di urgenza, di ordinare a Banca *(omissis)* – con cui la cui filiale di *(omissis)* intrattenevano rapporti di conto corrente e di finanziamento – l'immediata cancellazione delle segnalazioni effettuate a loro carico in Centrale Rischi di Banca d'Italia.

Lamentano che la banca, nell'aprile 2009, aveva modificato unilateralmente gli affidamenti (docc. 12-13) e che, in data 22.2.2010, nonostante l'incontro tenutosi nella propria sede tra il Direttore della Filiale, *(omissis)*, e l'amministratore al fine di ricercare una soluzione che consentisse una maggior flessibilità rispetto a quella risultante dalla modifica unilaterale dei rapporti, ricevevano la revoca degli affidamenti (tra l'altro recante la data del 18 febbraio 2010 – doc. 1), con intimazione al rientro.

Gli estremi in fatto della vicenda non sono controversi e si evincono dalla documentazione allegata.

La posizione debitoria ammontava per *(omissis)* ad € 7.266,14, relativi al c/c n. *(omissis)* per *(omissis)* ad € 217,26 saldo negativo del c/c *(omissis)* e ad € 168.000,00, relativi al "conto anticipi import".

Subita la revoca, entrambe le società ribadivano – in data 24 febbraio – la loro disponibilità a definire le posizioni a conclusione degli incontri con tutti gli istituti bancari dei quali erano clienti, prospettando l'invio di una proposta (v. doc. 3).

In data 8 marzo il *(omissis)* la formulava (doc. 4) dichiarando la disponibilità ad un pagamento rateale dell'importo richiesto (con un finanziamento a 5 anni) ovvero un pagamento a saldo a stralcio immediato di una percentuale, quantificata al 50% nella successiva missiva (del 15.3.2010 – doc. 5).

La Banca non rispondeva e in data 31 marzo 2010 inoltrava alla Centrale Rischi la segnalazione di sofferenza relativa a ciascuna società (come si ricava sempre dai docc. 12-13).

Ignare della circostanza, in data 16.4.2010, *(omissis)* provvedeva a corrispondere l'intera somma dovuta a *(omissis)* (divenuta pari ad € 7.427,59) ricevendo la relativa dichiarazione liberatoria (docc. 10-11).

Dal canto suo, *(omissis)* comunicava – in data 22 aprile – la messa di disposizione della somma di € 90.000,00 (doc. 6) riscontrata con lettera del 26 seguente nella quale la mandataria (da *(omissis)*) per il recupero del credito (*(omissis)* non accettava la proposta significando la disponibile della mandante "ad esaminare una offerta di somma non inferiore di € 130.000, da corrispondere in unica soluzione entro il prossimo 15 maggio" (doc. 7).

Faceva seguito la società – il 29 aprile – comunicando la disponibilità al versamento immediato di € 100.000,00 (doc. 8), ma senza effetto, avendo *(omissis)* mantenuto ferma la richiesta (doc. 9).

Appreso dagli altri istituti con i quali proseguivano le trattative dell'avvenuta segnalazione alla Centrale Rischi, le ricorrenti formulavano le loro rimostranze a *(omissis)* (doc. 14), chiedendo l'immediata cancellazione delle segnalazioni e di esserne

informate, ribadendo la disponibilità al versamento di una somma di denaro, questa volta determinata in € 110.000,00.

(Omissis) replicava – con lettera del 17.5.2010 (doc. 15) – comunicando di avere contabilizzato a sofferenza le posizioni in data 14.4.2010 e sostenendo di avere rispettato le disposizioni di Banca d'Italia in materia.

Relativamente ad *(omissis)*, la cui posizione come visto era stata saldata, concludeva "nei tempi tecnici, sarà revocata la segnalazione in Centrale Rischi".

Com'è noto, la Banca d'Italia attraverso detta Centrale, fornisce agli intermediari segnalanti le informazioni necessarie per il contenimento dei rischi derivanti dal cumulo degli affidamenti in capo ad un medesimo soggetto; secondo la Circolare dello stesso Istituto centrale, nella categoria di censimento "sofferenze" va ricondotta l'intera esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'azienda; si prescinde, pertanto, dall'esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio dei crediti.

L'appostazione "a sofferenza" implica una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito.

Il p. 6 della Circolare prevede l'ipotesi della «sospensione» della segnalazione delle sofferenze, disponendo che "... non è più dovuta quando: viene a cessare lo stato di insolvenza o la situa-

zione ad esso equiparabile: - il credito viene rimborsato dal debitore o da terzi ... il pagamento del debito e/o la cessazione dello stato di insolvenza o della situazione ad esso equiparabile non comportano la cancellazione delle segnalazioni a sofferenza relative alle rilevazioni pregresse ... spetta all'intermediario valutare caso per caso se siano venuti meno i presupposti per l'appostazione a sofferenza".

Nel glossario costituente parte integrante della Circolare in esame lo «stato d'insolvenza» è definito come "incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte".

In argomento insegna la S.C. "... alla luce dei dati normativi e delle istruzioni innanzi richiamati questa Sezione (Sez. I, 12 ottobre 2007, n. 21428) ha già avuto modo di evidenziare – conformemente all'orientamento più diffuso nella dottrina e nella giurisprudenza di merito – che l'appostazione a sofferenza del credito, lungi dal poter discendere dalla sola analisi dello specifico o degli specifici rapporti in corso di svolgimento tra la singola banca segnalante ed il cliente, implica invece una valutazione della complessiva situazione patrimoniale di quest'ultimo, ovvero del debitore di cui alla diagnosi di "sofferenza" e che "lo stesso tenore letterale delle sopra riportate istruzioni e, segnatamente, l'accostamento che tali istruzioni hanno inteso di stabilire tra stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) e situazioni sostanzialmente equiparabili inducano a preferire quelle ricostruzioni che ... hanno tuttavia proposto, ai fini della segnalazione in sofferenza alla Centrale dei Rischi, una nozione *levior* rispetto a quella dell'insolvenza fallimentare, così da concepire lo stato di

insolvenza e le situazioni equiparabili in termini di valutazione negativa di una situazione patrimoniale apprezzata come deficitaria, ovvero, in buona sostanza, di grave (e non transitoria) difficoltà economica, senza, cioè, fare necessario riferimento all'insolvenza intesa quale situazione di incapienza, ovvero di definitiva irrecuperabilità ... sarebbe frustrata l'utilità del servizio di centralizzazione dei rischi, poiché gli altri intermediari si troverebbero nell'impossibilità di attivarsi in tempo utile per cautelare la propria posizione, laddove, del resto, in un ordine di idee nel quale la nozione stessa di sofferenza poggi sulla nozione di insolvenza fallimentare, le situazioni sostanzialmente equiparabili all'insolvenza, di cui è parola nelle più volte richiamate istruzioni, verrebbero a manifestarsi, secondo quanto trovasi affermato in dottrina, come le sfumature di una sola tonalità cromatica, se non addirittura come delle addizioni di mero stile.

Proseguono i giudici di legittimità, " ... ciò che rileva è la situazione "oggettiva" di incapacità finanziaria ("incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte") mentre nessun rilievo assume la manifestazione di volontà di non adempimento se giustificata da una seria contestazione sull'esistenza del titolo del credito vantato dalla banca.

Ulteriore riprova è data dall'equiparazione (contenuta nel p. 6 delle istruzioni, innanzi riportato), ai fini della cessazione dell'obbligo di segnalazione di una posizione di rischio tra le sofferenze, dell'ipotesi di cessazione dello stato di insolvenza e di quella di avvenuto rimborso del credito, dal debitore o da terzi,

anche a seguito di accordo transattivo liberatorio ... " (cfr. Cass., Sez. I, 1° aprile 2009, n. 7958).

La necessità per l'intermediario di valutare la complessiva situazione patrimoniale del cliente prima di procedere alla segnalazione è ribadita dai giudici di merito, nel senso, appunto che non è sufficiente il mero o ritardato pagamento di uno o anche più debiti, ma occorre tener conto della situazione patrimoniale complessiva del cliente, o quantomeno dei suoi rapporti con tutto il circuito bancario, potendosi giustificare una tale segnalazione solo in presenza di una accertata condizione di difficoltà economico-finanziaria del cliente, cui quella sofferenza sia riconducibile (cfr., ad es. Trib. Palermo, 4.11.2002; Trib. Roma, 2.8.2002; più di recente Trib. Salerno, sez. I, 25 novembre 2009, n. 2467).

Altra giurisprudenza di merito (cfr. Trib. Bari, 24.1.2008) ha precisato che non v'è alcun automatismo tra l'inadempimento del correntista e la segnalazione alla Centrale Rischi, dovendosi, tra l'altro, accertare se la revoca del fido sia stata previamente comunicata al cliente, onde consentirgli un eventuale rientro dalla esposizione.

Alla luce della giurisprudenza sopra citata chi giudica non ritiene giustificata l'avvenuta segnalazione delle società odierne ricorrenti essendo mancata la valutazione della complessiva situazione patrimoniale delle stesse, dei rapporti con tutto il circuito bancario e della natura realmente "non transitoria" della difficoltà economica vissuta.

Sotto il primo profilo è sufficiente scorrere il contenuto della lettera inviata dalla mandataria *(omissis)* il 17 maggio scorso

(doc. 15 cit.), ove il "pieno rispetto delle disposizioni di Banca d'Italia che impongono l'appostazione alla voce Sofferenze dei crediti per cassa vantati nei riguardi di soggetti che versino in stato di insolvenza ... o in situazioni sostanzialmente equiparabili ...", viene fatto discendere esclusivamente dalla circostanza che – revocati gli affidamenti – erano pervenute delle proposte di rientro "prive di supporto documentale contabile relativo all'andamento delle società che presentavano un fatturato ai minimi livelli ed in assenza di significativi versamenti in acconto dal settembre 2009".

Analoga linea difensiva si rinviene nella memoria di costituzione nel presente giudizio, in cui ancora viene collegata alle "... inaccettabili proposte di chiusura con pagamento del 50% a saldo e stralcio in tempi non definiti o di finanziamento chirografario con ammortamento in cinque anni a tasso zero ..." (v. fol. 6).

Carente del tutto la valutazione *ex ante* della disponibilità di magazzino delle società, invece rappresentata dalla difesa ricorrente non solo con il corredo fotografico, ma soprattutto con i prospetti riepilogativi al 1° marzo 2010 (docc. 22-23) in verità non contestati dalla resistente: altrettanto carente l'analisi delle risultanze dei documenti contabili (v. doc. 24) che ben potevano essere richiesti dall'istituto laddove non ne fosse stato in possesso.

Relativamente ai rapporti con il circuito bancario è significativo che pur "lavorando" con diversi istituti in zona con i quali

sono proseguite le trattative per risolvere le pendenze accumulate, solo *(omissis)* abbia inoltrato la segnalazione alla Centrale Rischi.

Solo dopo tale iniziativa risulta dalla documentazione che: - *(omissis)* ha comunicato la revoca dell'apertura di credito in c/c per € 300.000,00, sostituito con una di minor importo di € 230.000,00 (doc 16), costringendo *(omissis)* a versare immediatamente liquidità, per evitare interessi passivi, ferma restando la paralisi delle disponibilità, posto che l'utilizzo della linea di credito alla data della riduzione ammontava ad € 228.000 (doc. 17); - *(omissis)* comunicava il blocco di tutti i conti (doc. 18); - *(omissis)* ha informato della sospensione della richiesta di mutuo ipotecario richiesta dalla *(omissis)* per € 330.000 a causa della segnalazione a sofferenza di *(omissis)* (doc. 19); - *(omissis)* ha ridotto gli affidamenti ad *(omissis)* da 250.000 a 25.000 euro e quelli di *(omissis)* da 50.000 a 15.000 euro (doc. 20).

Carente, infine, una valutazione *ex ante* della natura realmente "non transitoria" della difficoltà economica vissuta dalle società odierne ricorrenti le quali, sicuramente, stanno risentendo della crisi economica (che maggiormente si riverbera su beni di lusso quali quelli commercializzati) ma si stanno adoperando per proseguire nella loro attività. In particolare, *(omissis)* ha sanato la pendenza, mentre *(omissis)* ha dimostrato di essere in grado di migliorare l'offerta economica al fine di risolvere l'incaglio, vale a dire il temporaneo disagio economico destinato ad essere superato in un congruo periodo di tempo (cfr. Trib. Catania, 2 aprile 2003) nel quale è finita. Riguardo al requisito del *periculum* la sua configurabilità non è stata in sostanza contestata dalla resi-

stente e, comunque, la segnalazione può determinare la revoca di altri affidamenti da parte di altri istituti di credito, allarmati da una situazione di insolvenza in realtà inesistente così determinando difficoltà insormontabili per l'accesso al credito bancario (così ad es. Trib. Bari, 17 giugno 2008).

P. t. m.

accoglie il ricorso e, per l'effetto, ordina a *(omissis)* di attivarsi per l'immediata cancellazione dalle segnalazioni in Centrale Rischi di Banca d'Italia dalla stessa effettuate a carico di S.r.l. *(omissis)* e di S.r.l. *(omissis)*.

Condanna la resistente al pagamento delle spese di giudizio che liquida in favore delle ricorrenti nella somma omnicomprensiva di € 2.000,00. Si comunichi.

Parma, il 30 giugno 2010.

Il Giudice Dr. Nicola Sinisi

CRISI ECONOMICA GENERALE E PRESENTAZIONE DI PIANI DI RISANAMENTO: NUOVI SPUNTI IN TEMA DI AMPIEZZA DELL'INDAGINE VALUTATIVA PER L'APPOSTAZIONE A "SOFFERENZA" NELLA CENTRALE DEI RISCHI

1. L'ordinanza che qui si annota aggiunge un ennesimo tassello giurisprudenziale al già ricco ed articolato mosaico relativo alla definizione dei presupposti che legittimano la segnalazione di un credito a "sofferenza" alla Centrale dei rischi. La copiosità

degli interventi dottrinali in materia suggerisce di circoscrivere le riflessioni che seguono a quei profili della decisione che si presentano maggiormente innovativi e d'attualità, specie in ragione dei riferimenti alla crisi economica generale in atto che vi si trovano contenuti.

L'oggetto della controversia – instaurata su istanza di due società clienti di una banca ed avanzata per ottenere la cancellazione dei propri nominativi dal Sistema di centralizzazione dei rischi – attiene all'ampiezza dell'indagine valutativa preordinata a classificare le situazioni debitorie nelle corrette categorie di censimento. In particolare, l'ordinanza affronta la questione declinandola secondo due principali direttrici tematiche: da un lato, il vaglio dell'attendibilità delle proposte di rientro dalla posizione debitoria, dall'altro, l'inserimento dell'oggetto della valutazione nel contesto della situazione economica di riferimento.
Il Giudice accoglie la richiesta delle ricorrenti proprio facendo leva sul difetto di entrambi i profili, peraltro contrassegnati dalla comune matrice della contingente crisi finanziaria, sicché la pronuncia in esame porta ad emersione, sul punto, taluni elementi di novità che sembrano meritare un approfondimento.

2. Il primo dei segnalati profili attiene all'attenta e scrupolosa valutazione della situazione globale del cliente e, in particolar modo, dei piani di risanamento proposti per appianare il debito pendente[1]. L'*iter* argomentativo del provvedimento giudiziale

[1] Giova ricordare, in proposito, che il Cap. 2, Sez. 2, Par. 1.5, della Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991, *Centrale dei Rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi*, nel

prende avvio e si articola eccependo il metodo con il quale la banca avrebbe proceduto a contabilizzare le partite delle società affidate, non già cioè all'esito di un esame del complessivo stato di salute finanziaria e patrimoniale, bensì con riguardo al singolo e specifico rapporto. Segnatamente, l'ente finanziatore avrebbe trascurato di valorizzare opportunamente l'atteggiamento propositivo delle imprese sovvenute, le quali non erano risultate insensibili ed inerti alle sollecitazioni della stessa dimostrando, al contrario, un certo dinamismo nel tentare di individuare una soluzione di compromesso, ed avanzando in più circostanze possibili piani di rientro: nonostante la ricorrente formulazione di tali proposte di risanamento, infatti, la banca aveva comunque deciso di appostare a "sofferenza" le posizioni debitorie.

Un passaggio dell'ordinanza degno di particolare attenzione, in proposito, è quello in cui il Giudice censura le repliche della banca basate sulla fedeltà alla lettera della prescrizioni in materia dell'Autorità di vigilanza: infatti, la banca fa discendere il supposto pieno rispetto delle disposizioni «*esclusivamente* dalla circostanza che – revocati gli affidamenti – erano pervenute delle proposte di rientro prive di supporto documentale contabile relativo all'andamento delle società che presentavano un fatturato ai minimi livelli ed in assenza di significativi versamenti in acconto dal settembre 2009».

13° aggiornamento del 4 marzo 2010, precisa che «*l'appostazione a sofferenza implica una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito*». In dottrina, sulla valutazione della «condotta tenuta complessivamente dal debitore nei confronti della banca, ivi comprese le proposte di piani di rientro», cfr. DE SINNO, *La responsabilità civile della banca nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi*, in *Rass. dir. civ.*, 2005, p. 910 s.

Il punto risulta particolarmente critico giacché non si contesta la validità – e la necessità – del principio richiamato dalla banca, ossia l'attento esame delle prospettive di realizzazione delle "promesse" formulate dal cliente, ma piuttosto l'approccio con cui questo viene applicato e, quindi, il criterio di ponderazione degli "indici di fattibilità". In tal senso, la sentenza ruota attorno alla totale carenza dell'«analisi delle risultanze dei documenti contabili che ben potevano essere richiesti dall'istituto laddove non ne fosse stato in possesso»; precisazione, quest'ultima, che rivela una vena di scetticismo nei confronti della banca riguardo al rigore nella valutazione dei medesimi documenti su cui, pure, fa leva con enfasi la banca stessa.

Entrando così nel merito del grado di dettaglio cui dovrebbe ispirarsi tale esame, l'ordinanza critica la mancata «valutazione *ex ante* della disponibilità di magazzino delle società» e, ampliando lo sguardo, segnala come «relativamente ai rapporti con il circuito bancario è significativo che pur "lavorando" con diversi istituti in zona con i quali sono proseguite le trattative per risolvere le pendenze accumulate, solo [l'impresa bancaria oggetto di contestazione] abbia inoltrato la segnalazione alla Centrale Rischi». Adottando dunque un criterio basato sul raffronto tra i diversi intermediari, il Giudice giunge a dubitare della qualità dell'indagine condotta dalla banca, atteso che le valutazioni sui specifici piani di rientro, proposti agli altri intermediari affidatari, non sono sfociate nella decisione di segnalare a sofferenza le due società *de quo*.

Sulla scorta di un consolidato orientamento dottrinale e giurisprudenziale in ordine alla quantità degli elementi da considerare[2], nella pronuncia in esame si pone l'accento sul profilo qualitativo della valorizzazione: l'appostazione a sofferenza, cioè, dovrebbe rappresentare l'esito di un'attenta e scrupolosa valutazione della globale situazione patrimoniale e finanziaria del cliente. In particolare, la prospettiva d'indagine della banca dovrebbe prudentemente considerare la posizione del cliente che – secondo le parole del Giudice di Parma – «si sia attivato per ripianare le proprie passività formulando in più riprese offerte di pagamento» che, si badi, devono peraltro risultare «idonee allo scopo».

Dalla formula conclusiva evidenziata possono farsi scaturire talune considerazioni. In primo luogo, appare evidente come il

---

[2] Per la legittimità della segnalazione, infatti, la giurisprudenza prevalente ha considerato necessario l'apprezzamento della complessiva situazione patrimoniale del cliente, piuttosto che il singolo rapporto di debito: v., tra le pronunce in tal senso, Trib. Cagliari, 28 novembre 1995, in *Riv. giur. sarda*, 1997, p. 96 ss., con nota di CHESSA, *Segnalazione illegittima alla Centrale dei Rischi e tutela cautelare atipica*; Trib. Roma, 10 marzo 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1998, II, p. 452 ss.; Trib. Alessandria, 20 ottobre 2000, *ivi*, 2001, II, p. 571 ss.; Trib. Milano, 19 febbraio 2001, in *Giur. it.*, 2002, c. 334, con nota di SOLINAS, *Osservazioni in tema di segnalazione alla Centrale dei rischi e di responsabilità della banca*. Tra gli interventi della dottrina che appoggiano tale linea interpretativa, v. MORERA, *La centralizzazione dei rischi di credito: profili guridici*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 1996, I, p. 471, il quale esplicita chiaramente come l'esame compiuto dall'intermediario bancario debba porre l'accento «sullo stato (economico-finanziario) dell'*affidato* non già su quello del (singolo) *rapporto di credito*; più che l'andamento della singola relazione creditizia, ciò che interessa far emergere dall'informazione è la sussistenza o meno della *capacità* di rimborso di un determinato soggetto»; VELLA, *Segnalazione di crediti in «sofferenza» alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, II, p. 499 ss.; GIUSTI, *Presupposti di legittimità della segnalazione presso la Centrale di Rischi di posizioni a «sofferenza» e limiti della tutela cautelare e responsabilità a fronte della illegittima segnalazione*, *ivi*, 2001, II, p. 57 ss.; DOLMETTA, *Il «credito in sofferenza» nelle Istruzioni di vigilanza sulla Centrale dei rischi*, *ivi*, 2004, I, p. 535 ss.; SEPE, *Segnalazioni a sofferenza alla Centrale Rischi e applicabilità del Codice della privacy alla Banca d'Italia*, in questa *Rivista*, 2009, II, p. 72 ss., nota a Cass. Civ.– Sez. 1 - 5 marzo - 1 aprile 2009, n. 7958.

In senso sostanzialmente contrario, ossia nella direzione di una valutazione limitata al singolo rapporto di credito, cfr. invece Trib. Roma, 4 dicembre 1989, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, II, p. 672 ss.; Pret. Crotone, 23 gennaio 1993, *ivi*, 1994, II, p. 595 ss.; Trib. Roma, 5 agosto 1995, in *Impresa*, 1995, p. 2078 ss.

semplice fatto che il cliente in difficoltà si dimostri propositivo non sia di per sé elemento sufficiente per dissolvere i dubbi sul relativo grado di rischio, giacché nulla esclude che l'iniziativa sia posta in essere con l'obiettivo di ingenerare nella banca il convincimento che i piani di rientro offerti, presentati come credibili, siano in realtà soltanto illusori.

Al contrario, le ambigue e molteplici sfaccettature del non espressamente identificato «*scopo*» sopra citato possono prestarsi tanto a dimostrare la virtuosa intenzione di rientrare dal debito (valenza evidentemente sottintesa nell'ordinanza), quanto a celare fini meno commendevoli, come quello di evitare la segnalazione a sofferenza in forza di un simulato atteggiamento propositivo. La banca, dunque, avrebbe dovuto assicurarsi della reale portata ed idoneità allo scopo perseguito delle proposte formulate dal cliente: il metro con cui valutare la "serietà delle promesse" sarebbe pertanto l'adeguatezza di queste ultime a raggiungere l'accertato obiettivo di ripianare il debito pendente.

Il fatto di adoperarsi per trovare, diciamo così, un compromesso è senz'altro un segnale positivo, ma tale dinamicità deve accompagnarsi all'attitudine al soddisfacimento del debito. In altri termini, la prospettiva d'indagine deve procedere dall'idea di rintracciare la sussistenza di una sorta di "nesso causa-effetto" tra obiettivo e mezzi adoperati per raggiungerlo: collegamento che porterà l'intermediario bancario a ritenere attendibile il prospettato piano di risanamento.

Nel caso di specie, la banca, nel costituirsi in giudizio, pur richiamando opportunamente il principio di fattibilità del piano –

sul quale, consapevole della relativa "forza", decide di impostare la propria linea difensiva – non sembra tuttavia averlo adeguatamente messo in pratica: negligenza che ha reso il richiamo all'attendibilità delle proposte, per così dire, un'"arma a doppio taglio", giacché ha finito addirittura per supportare l'istanza avanzata dalle ricorrenti.

Il tema relativo ai piani di risanamento consente di sviluppare, a questo punto, una breve postilla sulle politiche di gestione del rischio. La catalogazione delle partite debitorie nelle relative categorie è un'attività rimessa alla libera valutazione interna all'intermediario, verrebbe da dire "imprenditoriale", espressione cioè di quell'autonomo e pieno diritto soggettivo di determinazione proprio del banchiere. L'accuratezza nel vaglio delle situazioni da segnalare appartiene pertanto alla professionalità – intesa come diligenza qualificata – della banca[3]. Tale precisazione sulla discrezionalità riconosciuta al banchiere serve anche a sgombrare il campo da possibili incertezze sulla necessità di un momento di confronto – precedente l'appostazione a sofferenza – atto a sviluppare una sorta di contraddittorio tra le parti. Non ci si deve lasciare tuttavia fuorviare, qui, da semplicistici ragionamenti per stereotipi – *id est*, il "bieco" creditore da un lato, contrapposto al "tapino" debitore dall'altro – che giustifichino comunque forme di tutela della "parte debole" del rapporto contrattuale: saremmo,

[3] Sul punto, cfr. SCHERMI, *Segnalazione di credito «in sofferenza» alla Centrale Rischi della Banca d'Italia e provvedimento d'urgenza*, in *Giust. civ.*, 2000, 1, p. 561, il quale evidenzia come «l'istituto bancario, prima ed al fine di effettuare la segnalazione, deve procedere con più che attenta diligenza all'istruttoria per l'accertamento della posizione o meno di "sofferenza" del credito; tanto più che procede a quell'istruttoria unilateralmente, senza che vi partecipi – in qualche forma di contraddittorio – l'imprenditore interessato».

per così dire, "fuori tema". Infatti, la normativa sulla Centrale dei rischi si pone su un piano di tendenziale estraneità rispetto al terreno disciplinare dell'attività bancaria, nel senso che essa più che incidere in via diretta sul singolo rapporto contrattuale banca-cliente, esplica piuttosto la sua rilevanza con riguardo a profili di vigilanza.

La raccolta dei dati nelle opportune categorie di censimento dei rischi «è finalizzata (non alla tutela del ceto creditorio o alla eliminazione dal tessuto produttivo di organismi non più capaci di ripresa, bensì) alla autotutela preventiva del sistema creditizio nei confronti della minaccia che alla stabilità dello stesso può derivare dall'incremento incontrollato delle posizioni di rischio in capo a singoli clienti»[4]. Ritenere invece opportuno ed auspicabile un momento di confronto dialettico sulle ragioni della appostazione a sofferenza non soltanto limiterebbe la libera espressione imprenditoriale – «la correttezza della segnalazione è rimessa soltanto alle banche, che ne assumono tutte le relative conseguenze»[5] – ma altresì vanificherebbe gli obiettivi perseguiti dalla Centrale dei rischi, quelli cioè, come la giurisprudenza ha avuto mo-

---

[4] Così MAIMERI, *Errata segnalazione «a sofferenza» in Centrale dei rischi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, I, p. 97.

[5] Come ha scritto ancora MORERA, *op. cit.*, p. 471.

Sorge d'altronde da qui il tema, ampiamente sviluppato sia in dottrina che in giurisprudenza, della responsabilità della banca per errata segnalazione a "sofferenza": in proposito, è stato ricordato da TARANTINO, *In tema di segnalazione alla Centrale Rischi: profili di responsabilità della banca segnalante (e delle banche «terze»)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, p. 244, che «la responsabilità per danni derivanti da un'erronea segnalazione, poggia sul rilievo che, dati i mezzi di cui dispone, e in ragione della sua posizione di "contraente forte", alla banca compete un livello di diligenza piuttosto elevato nel valutare i presupposti della segnalazione (e quindi dello stato d'insolvenza)». In questo senso sembra orientata Cass., 12 maggio 1998, n. 7552, in *Fallimento*, 1998, p. 378, per la quale «al momento della stipula di un'operazione bancaria, gli istituti creditizi hanno a disposizione, più facilmente rispetto agli altri creditori, gli strumenti atti a metterli in condizioni di rendersi conto dello stato di decozione dell'imprenditore».

do di evidenziare, di preservare le «esigenze di celerità sottese alla [più ampia e generale] finalità di salvaguardia del sistema creditizio»[6].

3. La seconda carenza valutativa, nella ricostruzione dell'operato della banca segnalante, attiene come accennato all'inquadramento della situazione di difficoltà del debitore nel *trend* economico del momento[7]. Nello specifico, l'ordinanza giunge ad affermare che l'indagine compiuta dalla banca sulle posizioni debitorie risulta «carente [di] una valutazione *ex ante* della natura realmente "non transitoria" della difficoltà economica vissuta dalle società [...] ricorrenti le quali, sicuramente, stanno risentendo della crisi economica (che maggiormente si riverbera sui beni di lusso quali quelli commercializzati)».

Tale pronuncia, dunque, sembra delineare una tendenza giurisprudenziale verso un ulteriore ampliamento della gamma di elementi da prendere in considerazione nel corso dell'analisi cui è chiamata la banca; analisi che, in particolare, dovrebbe investire anche valutazioni di carattere congiunturale: secondo il Giudice, infatti, dovrebbero venire ponderati i riflessi dell'andamento economico sulla specifica impresa esercitata dalla clientela affidata.

---

[6] Così Trib. Napoli, 19 gennaio 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, p. 455.

[7] Il tema, per la verità, non è completamente nuovo in giurisprudenza, anche se i precedenti sono alquanto ridotti. In particolare in Trib. Milano, 27 luglio 2004, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, I, p. 501 ss., con nota di SASSANO, *Erronea segnalazione alla Centrale rischi e lesione alla reputazione commerciale dell'imprenditore*, si è affermato che ai fini della segnalazione a sofferenza, può assumere rilievo, tra gli altri criteri, la «situazione contingente di mercato in cui [il cliente] opera». In tal senso anche Trib. Roma, 5 agosto 1998, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, p. 461 ss.; Trib. Salerno, 22 aprile 2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, p. 210 ss..

Nel caso di specie, essendo le due società «operanti nel settore di auto di lusso», la banca sarebbe dovuta pervenire a considerazioni, per così dire, maggiormente "comprensive" ed "accomodanti" nei loro confronti rispetto ad una posizione debitoria analogamente in difficoltà ma intestata, magari, ad un imprenditore commerciale meno esposto al mutamento dell'andamento economico, poiché la prima tipologia di clientela, proprio per la specifico oggetto sociale, avrebbe risentito in maniera proporzionalmente maggiore della crisi economica.

A prescindere dalla fondatezza o meno, sul piano delle scienze economiche, dell'assunta maggiore permeabilità alla crisi delle fasce di mercato più elevate, occorre comunque in proposito una precisazione, per non incorrere in facili quanto pericolose conclusioni. L'attenuazione del rigore valutativo, che l'organo giudicante sembrerebbe introdurre nel momento in cui invita a considerare altresì la realtà economica di riferimento, va accolta infatti esclusivamente ai fini della definizione – lo si ripete – della «natura non transitoria della difficoltà economica».

In altri termini, non pare ipotizzabile una sorta di "capo espiatorio" congiunturale che sfumi a tal punto i contorni definitori della "difficoltà" sì da giustificare il paradossale risultato di non dovere segnalare più nessun soggetto, ovvero, se al contrario il *trend* fosse particolarmente positivo, di dovere appostare puntigliosamente anche il mero inadempimento occasionale[8]. Tradurre l'affermazione giurisprudenziale in argomento nei termini di una

[8] Interpretare il richiamo alla realtà economica di riferimento come un modo per evitare di segnalare e, di conseguenza, per livellare le diverse gradazioni di anomalia sarebbe chiaramente contrario alle finalità sottese al servizio di centralizzazione dei rischi.

indiscriminata flessibilità valutativa implicherebbe l'accettazione supina del quotidiano andamento altalenante dei mercati – termometro della situazione economica – disattendendo in tal modo il principio per cui «lo stato d'insolvenza che dà luogo al "rischio" e quindi giustifica la segnalazione, deve valutarsi in senso oggettivo»[9].

Si tratta dunque di una contestualizzazione che vale ad inserire un elemento in più – integrativo, ma non esclusivo – nella determinazione del perdurare della situazione di difficoltà.
L'invito ad "interpretare" il dato prescrittivo alla luce di quello congiunturale si pone d'altro canto nel solco metodologico del diritto dell'economia, volto «a cogliere ed interpretare gli sviluppi della struttura e del funzionamento del nostro sistema economico, alla luce delle regole che lo governano e dei controlli specifici cui è sottoposto»[10]. Lo studio delle interconnessioni tra piano delle regole ed aspetti economici mirerebbe infatti al giusto equilibrio tra profili teorici e riflessi pratici: gli strumenti del diritto, pur mantenendo la peculiare caratteristica dell'astrattezza, non dovrebbero cioè calarsi dall'alto senza una previa considerazione anche della concreta realtà che essi intendono disciplinare.

Non è certamente possibile addentrarsi ora in questioni che, seppure in sé assai affascinanti, rischierebbero tuttavia di apparire ultronee nell'economia di queste brevi note di commento. Piuttosto, ai nostri fini, è bene mettere in evidenza la significatività, specie nell'attuale contesto congiunturale, di quella sorta di atte-

[9] Così SEPE, *op. cit.*, p. 72.
[10] Secondo l'insegnamento di ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in questa *Rivista*, 2009, 1, p. 98.

nuazione del rigore valutativo che il dispositivo in esame sembrerebbe introdurre nell'*iter* della segnalazione a sofferenza, sotto forma di flessibile adattamento alla concreta situazione economica del momento: temperamento – può inoltre osservarsi – preordinato quasi paradossalmente a rafforzare lo spirito della norma e, di conseguenza, ad intensificare il risultato sul piano degli effetti concreti del precetto.

«Si apre, in tal modo, la prospettiva di rinvenire in *forti legami* di nuovo genere tra regolazione ed economia il fondamento di una peculiare *alleanza* tra "efficienza – diritto – equità", a sua volta premessa di risultati positivi nella allocazione delle risorse (ordinariamente scarse), nella prevenzione degli abusi, delle opacità che spesso caratterizzano i mercati»[11].

4. Le riflessioni sopra delineate possono trovare pieno ed opportuno compimento rifacendosi alla nozione stessa di "sofferenza", giacché l'identificazione di tale categoria influenzerà l'ampiezza dell'indagine valutativa funzionale alla relativa segnalazione nella Centrale dei rischi.

A mente delle Istruzioni in materia – ed a rischio di riprendere rapidamente nozioni forse scontate – «nella categoria di censimento sofferenze va ricondotta l'intera esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'azienda. Si prescinde, pertanto, dall'esistenza di eventuali

[11] Così ancora ALPA, *ibidem*.

garanzie (reali o personali) poste a presidio dei crediti» (cfr. Centrale dei Rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi, cit., Cap. 2, Sez. 2, Par. 1.5).

Dalla lettura della prescrizione, emerge da subito l'intima connessione tra la nozione di sofferenza ed il concetto di insolvenza, atteso che quest'ultimo rappresenta comunque indiscutibilmente il tratto qualificante della prima. Di significativa portata risulta, in proposito, il passaggio in cui si stabilisce che debbano essere segnalate non solamente le posizioni relative ad uno stato d'insolvenza accertato, ma anche quelle che si riferiscano a situazioni «sostanzialmente equiparabili». Tale formula di chiusura va interpretata come il primo indice, che origina proprio dal tenore letterale della norma, di una nozione di insolvenza diversa e più ampia di quella specularmente contenuta nella disciplina fallimentare: per un verso, infatti, si prescinde qui dai requisiti soggettivi che la legge fallimentare invece richiede ai fini della qualificazione come situazione di insolvenza e, per l'altro, come anticipato, sembrano sfumarsi i contorni definitori per ricondurre in tale fattispecie anche situazioni ulteriori, caratterizzate da una gravità minore rispetto a quella prevista come presupposto per l'avvio della procedura concorsuale[12].

[12] Si tratta, come a tutti noto, di una questione non nuova per gli studiosi, che anzi ha dato adito a diverse pronunce giurisprudenziali e ad altrettante opinioni dottrinali, delle quali sembra qui opportuno tentare di ricostruire un quadro seppure schematico degli esiti. Oggetto del dibattito, in particolare, è se la situazione d'insolvenza, che le *Istruzioni* della Banca d'Italia pongono a presupposto della segnalazione a sofferenza di una partita debitoria anomala, coincida o meno con l'omonima condizione evocata dall'art.5 della disciplina speciale in materia fallimentare (r.d. 16 marzo 1942, n. 267).
I precedenti giurisprudenziali in materia possono raggrupparsi in tre principali filoni: secondo un primo orientamento, vi sarebbe una completa identificazione dell'espressione «*stato di insolvenza*» contenuta nelle Istruzioni con il presupposto oggettivo dell'apertura delle procedure concorsuali, sulla base della tesi per cui lo stesso termine deve avere si-

Lo stesso dispositivo dell'ordinanza che si annota si allinea alle ricostruzioni, di dottrina e giurisprudenza, che hanno proposto «ai fini della segnalazione in sofferenza alla Centrale dei Rischi, una nozione *levior* rispetto a quella dell'insolvenza fallimentare, così da concepire lo stato di insolvenza e le situazioni equiparabili in termini di valutazione negativa di una situazione patrimoniale apprezzata come deficitaria, ovvero, in buona sostanza, di grave (e non transitoria) difficoltà economica, senza, cioè, fare necessario riferimento all'insolvenza intesa quale situazione di incapienza, ovvero di definitiva irrecuperabilità».

In proposito, è stato autorevolmente rilevato come «vada esclusa una totale identificazione della situazione legittimante l'apertura della procedura concorsuale, non necessitata dalla terminologia adoperata nelle Istruzioni stante la non univocità di significato del medesimo termine nell'ambito dell'ordinamento,

---

gnificato univoco nell'ambito dell'ordinamento (in tal senso, *ex multis*, v. Trib. Brindisi, 26 settembre 2000, in *Giust. civ.*, 2000, I, p. 555 ss.; Trib. Alessandria, 20 ottobre 2000, cit., p. 571 ss.; Trib. Salerno, 22 aprile 2002, in *Giur comm.*, 2003, II. p. 210 ss.; Trib. Nola, 17 marzo 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 528 ss.; Trib. Brindisi, 2 settembre 2004, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2005, I, p. 89 ss.).
In conformità ad un secondo filone interpretativo, cui aderisce anche l'ordinanza in esame, la nozione di insolvenza proposta dalla Banca d'Italia avrebbe invece un significato autonomo più coerente alla finalità del giudizio, che nella normativa bancaria *de qua* non mira all'eliminazione dell'impresa in crisi dal mercato e pertanto non si qualificherebbe per il connotato dell'irreparabilità, pur riferendosi comunque alla situazione globale del debitore (a titolo d'esempio, v. Trib. Roma, 10 marzo 1998, cit., p. 452 ss.; Trib. Paola, 20 aprile 2001, in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, p. 167 ss.; Trib. Potenza, 30 giugno 2001, in *Giur comm.*, 2003, II, p. 404 ss.; Trib. Catania, 5 dicembre 2003, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2004, II, p. 555 ss.; in letteratura, cfr. MARCHESE, *Segnalazione dei crediti in sofferenza alla Centrale dei Rischi con particolare riferimento agli interessi tutelati dalla relativa normativa*, in *Giur. comm.*, 2003, II, p. 410; VELLA, *op. cit.*, p. 499 ss.; GIUSTI, *op. cit.*, p. 57 ss.; DOLMETTA, *op. cit.*, p. 535 ss.).
Seguendo infine una terza tesi minoritaria, peraltro sostenuta anche da una qualificata dottrina (cfr. SCOGNAMIGLIO G., *Sulla segnalazione a sofferenza nella Centrale rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 307 ss.), l'oggetto della valutazione da parte dell'intermediario dovrebbe limitarsi al solo andamento anomalo della specifica relazione intrattenuta (cfr. Trib. Cagliari, 25 ottobre 2000, *ivi*, 2002, II, p. 442 ss.; Trib. Milano, 4 novembre 2003, in *Giur. it.*, 2004, II, c. 1223; Trib. Padova, 5 aprile 2004, in *Giur. merito*, 2004, c. 2229).

come comprovato dalle previsione della cessazione dell'obbligo di segnalazione quando «cessa lo stato di difficoltà economico – finanziaria del cliente» ovvero il credito viene rimborsato, in netto contrasto con il carattere di "definitività" che connota l'insolvenza»[13].

Il poliedrico significato del concetto di «insolvenza» viene dunque declinato secondo la filosofia complessiva sottesa al contesto disciplinare in cui tale termine è collocato. Se il servizio di centralizzazione dei rischi assurge a presidio dell'integrità del sistema bancario[14], allora questa finalità qualificherà la nozione di insolvenza, valorizzandone un'accezione più ampia e sfumata

[13] Cfr. MARTORANO, *Segnalazioni false o erronee alla Centrale dei Rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2006; 1, p. 391. Merita di essere altresì riproposto, sempre in argomento, il contributo di SCOGNAMIGLIO G., *op. cit.*, p. 305, laddove evidenzia come sia «fenomeno affatto frequente quello per cui un medesimo vocabolo identifica significati e concetti di volta in volta diversi nei diversi settori dell'ordinamento giuridico; ed è un fenomeno avente la sua radice in ciò, che i concetti giuridici hanno carattere strumentale e relativo, nel senso che ad essi non corrisponde una sostanza oggettiva ed immutabile, bensì il loro contenuto ed il loro significato si definiscono e si precisano in relazione agli scopi di volta in volta perseguiti dalle norme positive e ai diversi interessi sottostanti alla disciplina legislativa dei fenomeni in rapporto ai quali essi sono chiamati a svolgere la loro funzione ordinatrice».

È opportuno ricordare, in proposito, che sono presenti nell'ordinamento numerose disposizioni che, ad uno od ad un altro effetto, hanno riguardo all'insolvenza del debitore: la diversità di contesti normativi in cui è rilevante la nozione di insolvenza – non solamente legislazioni speciali, come quelle qui richiamate, ma anche la stessa disciplina di diritto comune – giustifica pertanto un ampio ventaglio di specifiche valenze con le quali tale nozione deve essere declinata. Basti citare, al riguardo, il dibattito sorto intorno all'interpretazione degli artt. 2325, co. 2, e 2462, co. 2, c.c. in tema di responsabilità patrimoniale rispettivamente nella s.p.a. e nella s.r.l., dove la circostanza che l'insolvenza viene preceduta dal sostantivo «*caso*» anziché «*stato*» ha dato luogo a differenti orientamenti dottrinali e giurisprudenziali. Sul punto, *ex multis*, cfr. TERRANOVA, *Lo stato d'insolvenza. Per una concezione formale del presupposto oggettivo del fallimento*, in *Giur. comm*, 1996, 1, p. 82 ss.; DI GRAVIO D., *Ma cos'è veramente quest'insolvenza: una ragion di stato?*, in *Dir. fall*, 2000, 11, p. 103 ss.; MELONCELLI, *La natura «semantica» dell'insolvenza*, in *Giust. civ.*, 2002, 11, p. 1676 ss.

[14] «Attraverso il servizio centralizzato dei rischi la Banca d'Italia fornisce agli intermediari partecipanti un'informativa utile, anche se non esaustiva, per la valutazione del merito di credito della clientela e, in generale, per l'analisi e la gestione del rischio di credito. L'obiettivo perseguito è di contribuire a migliorare la qualità degli impieghi degli intermediari partecipanti e, in ultima analisi, ad accrescere la stabilità del sistema creditizio»: così, testualmente, *Centrale dei Rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi*, cit., Cap. 1, Sez. 1, Par. 2.

che, mirando appunto a salvaguardare la consapevole concessione degli affidamenti, ricomprenderà quelle situazioni compromesse, premonitrici di un prossimo *status decotionis* del debitore.

Si cercherà, in altri termini, di allargare i confini definitori per dare subito risalto al potenziale destabilizzante della partita creditizia in difficoltà. In tal senso, a quelle di carattere "quantitativo"[15] sulla definizione d'insolvenza, si possono affiancare considerazioni di tipo, per così dire, "temporale": l'insolvenza "bancaria" si porrebbe temporalmente prima rispetto a quella della legge fallimentare, giacché «la disciplina della Centrale dei rischi ammette [...] che venga in funzione preventiva segnalato il soggetto che versa in una situazione economico-finanziaria "precaria", colorandosi in tal modo lo "stato di insolvenza" (pure evocato nelle Istruzioni) dei caratteri della "transitorietà e superabilità", tanto da far ritenere che nella disciplina in parola il richiamo all'insolvenza non si configura come certezza dell'inadempimento, ma come generica probabilità del suo verificarsi»[16].

A margine di tali considerazioni sulla sequenza temporale di manifestazione delle "diverse" insolvenze, si può immaginare che «in alcuni casi, addirittura, potrebbe essere la stessa segnala-

[15] In proposito, GIUSTI, *op. cit.*, p. 57, ha interpretato il termine «insolvenza» contenuto nelle *Istruzioni* della Banca d'Italia come diverso «quantitativamente» rispetto a quello previsto nell'art. 5 l.fall.: «il presupposto minimo della segnalazione dovrebbe identificarsi in uno stato di insolvenza di minore intensità, ma che sia oggettivamente sussistente e che, ad un giudizio prognostico [della banca] si presenti come non momentaneo, dagli inceri sviluppi, ma non necessariamente irreversibile».

[16] Coglie chiaramente il punto SEPE, *op. cit.*, p. 86 s. Considerazioni analoghe sono state sviluppate, *ex multis*, da MARCHESE, *op. cit.*, p. 416; LIACE, *Erronea segnalazione alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca*, in *Danno e resp.*, 2004, p. 746; PISAPIA, *La responsabilità degli intermediari finanziari in caso di erronea segnalazione alla centrale dei rischi*, in *Società*, 2004, p. 961.

zione a provocare uno stato di insolvenza: quando proprio in seguito alla erronea comunicazione alla Centrale, il segnalato, oltre a non riuscire più ad attingere a nuove fonti di finanziamento, si trovi a dover far fronte a nuove imprevedibili situazioni debitorie, derivanti dal recesso da rapporti di finanziamento in corso da parte della banche allarmate dalla denunciata situazione di rischio»[17].

Occorre tuttavia, al tempo stesso, evitare un'eccessiva attenuazione del perimetro dell'"insolvenza" che finisca con l'accostarla alla classe della c.d. "partita incagliata"[18]: come noto, secondo la graduazione delle situazioni debitorie "a rischio" proposta dalle *Istruzioni*, infatti, quest'ultima categoria di censimento presenta toni più sfumati nella scala cromatica delle situazioni

[17] Così SASSANO, *op. cit.*, p. 510. Il fenomeno è ben rappresentato attraverso un'immagine evocativa proposta da MARTORANO, *op. cit.*, p. 385: i dati censiti dalla Centrale si traducono in un vantaggio per «gli stessi affidandi, per i quali l'inconfutabile prova del merito creditizio offerta dall'assenza di dati negativi, sia attuali che potenziali, costituisce un prezioso biglietto di presentazione a sostegno delle loro richieste».
Nel momento in cui tale "biglietto da visita" si macchiasse di una segnalazione a "sofferenza", sembrerebbe mettersi in atto un vizioso "effetto domino" di scioglimento degli ulteriori vincoli contrattuali intrattenuti con gli altri enti finanziatori. Al riguardo, TARANTINO, *op. cit.*, p. 238, precisa che «la segnalazione a sofferenza non costituisce una giusta causa di recesso dal contratto di apertura del credito: spetterà alla banca compiere, con accortezza ma senza allarmismi, le valutazioni più consone in merito alle possibilità di rientro del soggetto segnalato, anche in relazione alle garanzie offerte». Tale decisione sulle sorti del rapporto contrattuale intrattenuto con il nominativo segnalato – insiste SCOGNAMIGLIO G., *op. cit.*, p. 311, ponendosi sulla stessa linea di pensiero – «dipende da una loro [della "altre" banche] valutazione discrezionale, della quale sono esse, e soltanto esse, ad assumere la responsabilità».
Quand'anche si riconoscesse nella segnalazione a sofferenza una giusta causa di recesso (ravvisabile nell'insolvenza del debitore), quest'ultimo istituto dovrebbe essere esercitato comunque nel rispetto del «fondamentale ed inderogabile principio secondo il quale il contratto deve essere eseguito secondo buona fede» (così, Cass., 14 luglio 2000, n. 9321, in *I contratti*, 2000, p. 1111; in tal senso, cfr. anche Cass., 21 maggio 1997, n. 4358, in *Foro it.*, 1997, I, c. 2479, e, tra le recenti pronunce della giurisprudenza di merito, Trib. Milano, 20 gennaio 2006, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, p. 267 ss.; in dottrina cfr., *ex multis*, GALGANO, *Abuso del diritto: l'arbitrario recesso* ad nutum *della banca*, in *Contr. e impr.*, 1998, p. 18 ss., spec. p. 23).

[18] Il Cap. 2, Sez. 3, Par. 9, *Centrale dei Rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi*, cit., esplicita che tale nozione compendia «*i clienti in temporanea situazione di obiettiva difficoltà, che sia prevedibile possa essere rimossa in un congruo periodo di tempo*». Per la definizione completa della fattispecie cfr. circ. n. 272 del 30 luglio 2008, *Matrice dei conti*, esplicitamente richiamata dalle stesse *Istruzioni*.

di anomalia, ponendosi come fattispecie intermedia tra credito *in bonis* e "sofferenza".

D'altro canto, si debbono evitare politiche attendiste di fronte ai primi segnali di difficoltà del debitore: se la qualità del credito deve essere sistematicamente monitorata e non già valutata "una volta per tutte" in fase d'istruttoria del fido, allora i primi sintomi di deterioramento dovrebbero trovare immediata evidenza in virtù dell'apposita e specifica classe dell'incaglio. Sarebbe una condotta estranea ai canoni del corretto *agere* bancario quella di temporeggiare e restare in attesa che una situazione precaria, percepita dall'intermediario quasi come fosse "in bilico" proprio perché passeggera e dubbia nei suoi futuri sviluppi, prenda una piega specifica, indirizzandosi verso il risanamento ovvero nell'opposta direzione della grave patologia.

Beninteso, non si intende tanto affermare una sorta di consequenzialità tra le diverse categorie di rischio[19], quanto, piuttosto, sottolineare come un siffatto ragionamento "per estremi" implicherebbe la violazione delle disposizioni di vigilanza in materia[20]: indugiare di fronte ad un disagio economico, infatti, signifi-

---

[19] Non necessariamente, infatti, il percorso che conduce all'appostazione a "sofferenza" deve presentare come tappa obbligatoria il censimento nella categoria di rischio dell'"incaglio". Specie in un contesto di crisi economica come quello attuale, si possono verificare repentini peggioramenti dello stato di salute economico-finanziaria del cliente che, da una condizione fisiologica lo conducano ad uno *status decotionis*, senza "passare" per la temporanea e risanabile situazione di difficoltà che contraddistingue la "partita incagliata".

[20] Un tale comportamento non pare in linea con una corretta politica di gestione del rischio: in particolare, disattenderebbe la prescrizione secondo cui «*il consiglio di amministrazione e il collegio sindacale, nell'ambito delle rispettive competenze, seguono costantemente l'andamento dei crediti*» (cfr. *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Tit. VII, Cap. 1, Sez. IV). La criticità di tale ambito di attività delle banche viene altresì confermata dalla necessità di formalizzare apposite procedure di gestione dei crediti: «*in particolare, devono essere fissati termini e modalità di intervento in caso di anomalia. I criteri di valutazione, gestione e classificazione dei crediti anomali, nonché le relative unità respon-*

ca non aver recepito i diversi livelli di anomalia elencati dalla Banca d'Italia, con conseguente esposizione, tra l'altro, al c.d. rischio di non conformità (*compliance*).

In ultima analisi, a fronte di una posizione debitoria in difficoltà si prospettano alla banca tre opzioni: valutare il rapporto come una partita incagliata; ritenere che il debitore versi in una condizione di sofferenza; ovvero, considerare il credito del tutto perduto[21]. Nel caso che ha dato luogo alla pronuncia, ci si potrebbe correttamente domandare se la banca non abbia "edulcorato" eccessivamente i tratti della nozione di "sofferenza" fino ad identificarla con quella di "partita incagliata". In effetti, da un lato, sembra si siano messe a fuoco solamente le difficoltà di adempimento del singolo rapporto e, dall'altro, ai fini della classificazione delle posizioni debitorie di rischio, non pare essersi attribuita la appropriata e corretta valenza ai tentativi di compromesso per rientrare dalla posizione di debito.

Tale linea interpretativa risulta condivisa dallo stesso Organo giudicante, il quale evidenzia come nella vicenda sotto osservazione la banca abbia dimostrato «di essere in grado di *migliorare* l'offerta economica al fine di risolvere [e qui il giudice censura esplicitamente la catalogazione operata dall'intermediario]

---

sabili, devono essere fissati con delibera del consiglio di amministrazione, nella quale sono indicate le modalità di raccordo fra tali criteri e quelli previsti per le segnalazioni di vigilanza. Il consiglio di amministrazione deve essere regolarmente informato sull'andamento dei crediti anomali e delle relative procedure di recupero» (*ivi*, Tit. IV, Cap. 11, Sez. II, § 2.1).

[21] Conf. Trib. Cagliari, 25 ottobre 2000, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, p. 442, con nota di TOLA, *Aspetti problematici delle segnalazioni alla Centrale dei rischi*; nonché in *Riv. giur. sarda*, 2002, p. 369, con nota di CHESSA, *Sui presupposti per la segnalazione della posizione a «sofferenza» alla Centrale dei rischi*. Sulla graduazione delle diverse situazioni cfr. altresì Trib. Catania, 2 aprile 2003, in *Giur. mer.*, 2003, c. 1400.

l'*incaglio*, vale a dire il temporaneo disagio economico destinato ad essere superato in un congruo periodo di tempo».

In conclusione, il tratto discriminante delle due diverse fattispecie – sofferenza e partita incagliata – atterrebbe non soltanto alle valutazioni sul differente (più o meno intenso) grado di anomalia che caratterizza l'adempimento dell'obbligazione, ma altresì – e, verrebbe da dire, prima ancora – al distinto approccio metodologico di catalogazione associato a queste categorie di rischio: come taluno ha avuto modo di evidenziare, la segnalazione a sofferenza deve scaturire infatti dalla valutazione della situazione patrimoniale complessiva del debitore, a differenza dell'ipotesi relativa all'incaglio che riguarda invece l'esame del singolo rapporto di credito in difficoltà[22].

5. Dopo breve tempo dalla pronuncia in esame, la Banca d'Italia è intervenuta ad aggiornare le *Istruzioni* relative al servizio di centralizzazione dei rischi. In tale contesto, si è reputato opportuno integrare le precedenti prescrizioni con un onere innovativo in capo alla banca segnalante che consiste nella comunicazione al soggetto segnalato della avvenuta appostazione a sofferenza in Centrale dei rischi[23].

È importante notare che tale informazione è dovuta e trasmessa in un momento successivo alla segnalazione e, dunque, non s'inserisce nell'*iter* segnalatorio, bensì, appunto, lo segue,

---

[22] Cfr., in particolare, DE SINNO, *op. cit.*, p. 909, nonché MAIMERI, *op. cit.*, p. 93 s.

[23] Secondo la lettera del Cap. 2, Sez. 2, Par. 1.5, *Centrale dei Rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi*, cit., ora «*gli intermediari devono informare per iscritto il cliente la prima volta che segnalano lo stesso a sofferenza*».

collocandosi all'esito della già compiuta valutazione sul grado di rischio del cliente. Quella di cui trattasi, pertanto, per quanto rilevante in un'ottica di tutela della clientela, sembra identificarsi come una novità di mera caratura formale, ma non anche di significativa incidenza sostanziale: l'obiettivo della comunicazione risponderebbe infatti a doveri di generale trasparenza e correttezza nella gestione del rapporto contrattuale e mirerebbe ad evitare situazioni analoghe a quelle che si sono verificate nel caso di specie, in cui, cioè, le società hanno «appreso dagli *altri* [enfasi aggiunta da chi scrive] istituti con i quali proseguivano le trattative dell'avvenuta segnalazione alla Centrale Rischi».

In questo senso, e soltanto in questo senso ed in questa circoscritta prospettiva, il servizio di centralizzazione dei rischi gioca un ruolo nei rapporti tra banca e cliente, che per altro verso deve intendersi invece fortemente limitato. A tal proposito, ci si potrebbe interrogare sul diverso effetto di una comunicazione che si ponesse alle soglie della chiusura del percorso di maturazione del giudizio e cioè in una fase, per quanto in prossimità, comunque precedente alla contabilizzazione a sofferenza.

Si sta dunque pensando ad una comunicazione che, lungi dal voler acquisire i tratti di una sorta di ricatto, possa rappresentare una tappa obbligatoria (o meglio, uno stimolo per un'ultima possibilità di confronto "qualificata", giacché prevista *ope legis*) per consentire di sviluppare un contraddittorio tra le parti. Attribuire tuttavia alla comunicazione tale valenza, come si è già avuto modo di evidenziare, potrebbe deviare erroneamente

l'attenzione sul singolo rapporto contrattuale e sulle specifiche ragioni di credito vantate dalla banca.

Dalla prospettiva che qui interessa, invece, lo spostamento della comunicazione dal "dopo" al "prima", rispetto alla registrazione a sofferenza, potrebbe alimentare un "tira e molla" di proposte e controproposte[24], incorrendo così in pericolose lungaggini che rischierebbero di ritardare la opportuna segnalazione. Compromettere la tempestività dell'appostazione a sofferenza significa dunque frustrare l'utilità del servizio di centralizzazione dei rischi, «poiché gli altri intermediari, ed in particolare quelli che hanno concesso affidamenti al soggetto segnalato, si troverebbero nell'impossibilità di attivarsi in tempo utile per cautelare la propria posizione, ormai pregiudicata in maniera irreversibile, dal [forse] prossimo fallimento del debitore»[25].

---

[24] La prassi bancaria, del resto, già annovera dei momenti di raffronto tesi ad individuare delle soluzioni di compromesso: spesso, la decisione dell'intermediario di segnalare maturerà, infatti, a valle di un'intensa attività di sollecitazione del debitore a rientrare dalla situazione di difficoltà. In tema di comunicazioni banca-cliente, si pensi ad esempio alla norma in tema di apertura di credito bancario (art. 1845 c.c.) che prevede l'obbligo di preavviso delle proprie intenzioni, a carico di ciascuna delle parti che voglia recedere; il tenore della norma è stato interpretato da talune banche nel senso inoltrare una diffida alla controparte successivamente alla revoca dell'affidamento e nelle more del prossimo recesso: la stessa ordinanza in rassegna puntualizza l'importanza di «accertare se la revoca del fido sia stata previamente comunicata al cliente, onde consentirgli un eventuale rientro dalla esposizione». Tra la giurisprudenza di merito più recente, v. in argomento Trib. Bari, 24 gennaio 2008, in *Danno e Resp.*, 2008, p. 881 ss., con nota di FABRIZIO, *Segnalazione illegittima alla Centrale rischi e danno risarcibile*.

[25] Tale osservazione, dovuta a MARCHESE, *op. cit.*, p. 415 s., è stata tra l'altro testualmente riportata nella pronuncia in commento. In conclusione, il *fil rouge*, che lega ampiezza dell'indagine valutativa in capo all'intermediario, sofferenza come categoria di censimento, ed insolvenza intesa come elemento che caratterizza la sofferenza medesima, trova la sua "matassa" nelle finalità perseguite dalla Centrale dei rischi. Come è stato notato, infatti (cfr., ancora, MARCHESE, *op. cit.*, p. 407), «con la Centrale dei rischi si realizza un "intreccio" tra finalità pubbliche e interessi privati»: se, da un lato, la raccolta delle segnalazioni e la conseguente "restituzione" delle informazioni alle banche sono preordinate alla consapevole selezione degli interlocutori nonché, di riflesso e più in generale, alla tutela del complesso dei risparmiatori, dall'altro, come pure è stato autorevolmente messo in luce, nel previgente assetto ordinamentale da CAPRIGLIONE, *Commento* sub *art. 32 l.b.*, in CAPRIGLIONE, MEZZACAPO (a cura di), *Codice commentato della ban-*

Pertanto, un'aggiornata base informativa rappresenta uno dei maggiori elementi a supporto della decisione di rifiutare un nuovo rapporto ovvero (forse anche) di sciogliersi da un vincolo contrattuale già esistente. La celerità di trasmissione dei dati sullo stato di salute della clientela affidata alla Centrale dei rischi consentirà dunque di "chiudere i cordoni della borsa" a chi non se lo merita. Lo si sa, "il tempo è denaro": in questo caso, peraltro, si tratta di denaro negato.

Andrea Minto
Dottorando di ricerca
in Diritto europeo dei contratti civili,
commerciali e del lavoro presso
l'Università Ca' Foscari Venezia

ca, Milano, 1990, p. 376, «l'esame delle modalità organizzative del servizio centralizzato dei rischi è propedeutico alla valutazione del momento imprenditoriale dell'attività bancaria». L'espressione imprenditoriale del banchiere, in fatto, potrà dunque esprimersi efficacemente soltanto allorquando questi abbia un quadro informativo completo e, soprattutto, affidabile per poter esercitare la più delicata delle componenti del binomio dell'attività bancaria, ossia l'erogazione del credito: cfr. ancora, in tal senso, CAPRIGLIONE, *Funzione ed "autonomia" nella centralizzazione dei rischi bancari*, in *Mondo bancario*, 1991, n. 4, p. 50. Sempre in tema, si rimette ai massimi sistemi e, segnatamente, al dialogo tra le norme *ex* artt. 41 e 47 Cost., SASSANO, *op. cit.*, p. 513: «avendo la segnalazione dei rischi la peculiarità di assolvere all'importante funzione di "governo del credito", all'ente segnalante si richiede altresì la ricerca di un "bilanciamento" tra libertà d'impresa (che trova fondamento nell'art. 41 della Costituzione) e funzione di "governo del credito" (di cui all'art. 47 della Carta costituzionale)».

CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
SEZIONE SECONDA CIVILE
15 giugno 2010, n. 14305

Banche – Sanzioni amministrative pecuniarie – Criteri per l'applicazione – Entità della sanzione dovuta – Obbligo di proporzionalità della sanzione rispetto alla dimensione della banca, all'assenza di una stabile retribuzione ovvero di una specifica professionalità degli amministratori – Non sussiste

Nel procedimento di opposizione avverso le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per violazione del testo unico bancario di cui al d.lgs. n. 385 del 1993, il giudice ha il potere discrezionale di determinare l'entità della sanzione entro i limiti previsti dalla legge sì da commisurarla all'effettiva gravità del caso in esame, desunta dagli aspetti e dagli elementi soggettivi ed oggettivi che la caratterizzano. Ciò posto, il giudice non deve indicare i criteri adottati per quantificare la sanzione e, conseguentemente, il suo giudizio, di natura discrezionale, sfugge al sindacato di legittimità, qualora non sia frutto di mero arbitrio né di un ragionamento illogico ma sia sorretto da una sufficiente motivazione che renda palese come nella determinazione della sanzione, oltre a rispettare i predetti limiti normativi, si sia tenuto conto dei criteri di cui all'art. 11 della legge n. 689 del 1981.

La misura delle sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia agli amministratori di una banca per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni nonché nell'erogazione, gestione e controllo del credito non va individuata in proporzione alla dimensione della banca considerata, né all'assenza di una stabile retribuzione, oltre che di una specifica professionalità, in capo agli amministratori della stessa banca, in quanto tali circostanze non sono idonee a determinare una limitazione ai doveri di diligenza e di prudenza insiti nel tipo di attività esercitata ovvero al rispetto della normativa di vigilanza, indipendentemente dalla dimensione dell'istituto bancario.

(Artt. 53, 144 e 145 d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385; art. 11 legge 24 novembre 1981, n. 689)

ordinanza

sul ricorso proposto da:

M.S., rappresentato e difeso, in forza di procura speciale a margine del ricorso, dagli Avv. GUZZO ARCANGELO e Claudio Martino, elettivamente domiciliato nello studio dei medesimi in Roma, via Antonio Granisci, n. 9;

- ricorrente -

contro

BANCA D'ITALIA, in persona del legale rappresentante pro tempore, rappresentata e difesa, in forza di procura speciale in calce al controricorso, dagli Avv. CAPOLINO OLINA e Vin-

cenza Profeta, elettivamente domiciliata presso le stesse in Roma, via Nazionale, n. 91;

- controricorrente -

avverso il decreto della Corte d'appello di Roma in data 26 marzo 2008;

Udita la relazione della causa svolta nella Camera di consiglio del 13 maggio 2010 dal Consigliere relatore Dott. Alberto Giusti.

SENTENZA

Ritenuto che il consigliere designato ha depositato, in data 8 marzo 2010, la seguente proposta di definizione, ai sensi dell'art. 380 bis c.p.c.: "Con provvedimento n. 929 dell'11 settembre 2007, il Direttorio della Banca d'Italia ha applicato al consigliere di amministrazione della Banca di Credito Cooperativo del Lametino M.S. le sanzioni amministrative di Euro 9.000 per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni e di ulteriori Euro 9.000 per carenze nell'erogazione, gestione e controllo del credito (per un totale quindi di Euro 18.000), accertate in occasione di una ispezione effettuata presso detta Banca dal 25 ottobre 2006 al 22 dicembre 2006.

Contro detto provvedimento l'ingiunto ha proposto opposizione ai sensi del D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, art. 145, lamentando la non corretta applicazione, da parte della Banca d'Italia, dei criteri sia oggettivi che soggettivi indicati dalle vigenti disposizioni di legge per la determinazione della sanzione amministrativa.

La Corte d'appello di Roma, con decreto in data 26 marzo 2008, ha rigettato l'opposizione, rilevando che nella determinazione della sanzione in concreto applicabile risulta operata una graduazione tra il minimo ed il massimo edittali, rispettivamente pari ad Euro 2.580 e ad Euro 129.110, cosi come previsti dal T.U. delle leggi in materia bancaria e creditizia, approvato con il D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 144, modificato dalla L. 28 dicembre 2005, n. 262, art. 39.

Per la cassazione del decreto della Corte d'appello il M. ha proposto ricorso, affidato a due motivi. Ha resistito, con controricorso, l'intimata Banca d'Italia.

Il primo motivo è rubricato "motivazione totalmente assente, o quantomeno marcatamente insufficiente, su punto decisivo della controversia". Il momento di sintesi che lo conclude prospetta che la motivazione del decreto impugnato - secondo cui la Banca d'Italia avrebbe "tenuto conto delle condizioni personali dell'opponente contemperandole con l'obiettiva esigenza disciplinare del provvedimento"- è decisamente insufficiente in quanto essa, priva di qualsiasi riscontro o richiamo al provvedimento sanzionatorio della Banca d'Italia (il quale a, sua volta non contiene alcun riferimento in proposito), non consente in alcun modo di giustificare la decisione di rigetto del motivo di reclamo facente leva sulla omessa considerazione da parte della Banca d'Italia, nella determinazione della sanzione, della personalità e delle condizioni economiche del soggetto sanzionato. Dalla motivazione del decreto impugnato - si sostiene - non si evince come, in concreto, la Banca d'Italia abbia considerato l'elemento soggetti-

vo dedotto (personalità e condizioni economiche del soggetto sanzionato) e dunque come, sempre in concreto, tale considerazione abbia influito nella determinazione della sanzione.

Il secondo motivo (violazione e falsa applicazione della L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 11) si conclude con il seguente quesito di diritto: "se, in corretta applicazione della L. n. 689 del 1981, art. 11, un provvedimento sanzionatorio ex artt. 53 e 144 cit. T.U.B. debba indicare, nella motivazione, di come l'Autorità emanante abbia tenuto conto, per la determinazione della misura della sanzione in concreto irrogata, tra le altre cose, della personalità del soggetto sanzionato e delle sue condizioni economiche, e se dunque risulti viziata - per violazione e falsa applicazione della L. n. 689 del 1981, art. 11, - la decisione della Corte d'appello di Roma che, decidendo sul reclamo D.Lgs. n. 385 del 1993, ex art. 145, abbia respinto il reclamo medesimo, ritenendo immune dal vizio di violazione e falsa applicazione del citato art. 11, un provvedimento sanzionatorio della Banca d'Italia la cui motivazione non contenga alcun riferimento alla avvenuta considerazione, ai fini della determinazione della misura irrogata, della personalità del soggetto sanzionato e delle sue condizioni economiche".

I due motivi - i quali, stante la loro stretta connessione, possono essere esaminati congiuntamente - sono manifestamente infondati, per la parte in cui non sono inammissibili.

In via preliminare, occorre precisare che, ove la legge indichi un minimo e un massimo di una sanzione amministrativa, è rimesso al potere discrezionale del giudice determinare l'entità

della sanzione entro questi limiti, allo scopo di commisurarla alla concreta gravità del fatto concreto, globalmente desunta dai suoi elementi oggettivi e soggettivi; in particolare, il giudice non è tenuto a specificare i criteri seguiti nel commisurare la sanzione né la statuizione adottata al riguardo è censurabile in sede di legittimità ove siano stati rispettati i limiti suddetti e dal complesso della motivazione risulti che quella valutazione sia stata compiuta (Cass., Sez. 1^, 22 giugno 2001, n. 8532; Cass., Sez. 1^, 24 marzo 2004, n. 5877).

D'altra parte, nel procedimento di opposizione a sanzione amministrativa pecuniaria la motivazione dell'ordinanza - ingiunzione in ordine alla concreta determinazione della sanzione non assume rilievo, risolvendosi semplicemente nell'esposizione dei criteri seguiti dall'autorità ingiungente per pervenire alla liquidazione della somma pretesa, sicché il giudice dell'opposizione, investito della questione relativa alla congruità della sanzione, non è chiamato propriamente a controllare la motivazione dell'atto sul punto, ma a determinare la sanzione applicando direttamente i criteri previsti dalla L. 24 novembre 1981, n. 689, art. 11, (Cass., Sez. 1^, 10 dicembre 2003, n. 18811).

Tanto premesso, il provvedimento impugnato resiste alle censure del ricorrente.

La Corte di merito - valutando complessivamente le condizioni economiche e la personalità dell'ingiunto e la gravità delle violazioni contestate - ha puntualmente osservato che l'assenza di una stabile retribuzione, oltre che di una specifica professionalità (peraltro neppure richiesta) degli amministratori di una piccola

banca di credito cooperativo, non determina alcuna limitazione ai doveri di diligenza, di accortezza e prudenza insiti in quel tipo di attività esercitata; e neppure al rispetto della normativa di vigilanza bancaria, da osservarsi rigorosamente in relazione sia alle specifiche responsabilità connesse con la funzione che l'amministratore si è assunto volontariamente, che alle peculiarità dell'attività di gestione del credito, dalla quale scaturiscono imprescindibili esigenze di vigilanza sulle procedure operative e di controllo del rischio, quale che sia la dimensione della banca.

La Corte d'appello ha precisato che, nello specifico, l'entità e la gravità delle varie infrazioni rilevate e contestate all'intero organo amministrativo (tra cui: omesse valutazioni delle capacità di rimborso della clientela; tolleranza di sconfinamenti; concessione di rilevanti affidamenti senza adeguate valutazioni circa le iniziative finanziate; anticipazioni su fatture; omessi riscontro di linea ed omessi controlli sull'attività di sportello) giustificano la valutazione dell'organo di controllo che, pur nella palese gravità delle infrazioni - frutto di condotta improntata a superficialità, imprudenza ed in palese dispregio della normativa bancaria -, contenendo l'importo della singola sanzione in Euro 9.000, ha tenuto conto anche delle condizioni personali dell'opponente, contemperandole con l'obiettiva esigenza disciplinare del provvedimento.

La Corte territoriale, nel confermare l'importo irrogato dall'amministrazione, di gran lunga inferiore alla metà del massimo della sanzione edittale e prossimo invece al minimo, ha correttamente quantificato la sanzione pecuniaria a carico del ricor-

rente nel pieno rispetto dei criteri enunciati dalla L. n. 689 del 1981, art. 11, dandone conto nella motivazione del decreto, considerando la gravità della violazione e contemperandola con la personalità dell'agente e con le sue condizioni economiche.

Il ricorso finisce con il sollecitare una nuova ponderazione in fatto dei criteri di cui alla L. n. 689, art. 11, onde pervenire ad un importo della sanzione diverso da quello giudicato congruo, con adeguata motivazione, dalla Corte d'appello; così affidando alla Corte di cassazione un compito di merito che fuoriesce dall'ambito del giudizio di legittimità".

Letta la memoria del ricorrente.

Considerato che il Collegio condivide argomenti e proposte contenuti nella relazione di cui sopra;

che proprio la circostanza che la sanzione amministrativa sia stata contenuta, nonostante l'indubbia gravità degli illeciti contestati, in una misura prossima al minimo, sta a dimostrare che si è avuto riguardo alle condizioni personali dell'opponente e che si sono valutati tutti gli elementi indicati nella L. n. 689 del 1981, art. 11;

che la determinazione della misura della sanzione amministrativa pecuniaria, implicando una valutazione discrezionale tipica del giudizio di merito, sfugge al sindacato di legittimità qualora, come nella specie, non sia frutto di mero arbitrio o di ragionamento illogico e sia sorretta da sufficiente motivazione;

che, pertanto, il ricorso deve essere rigettato:

che le spese del giudizio di cassazione, liquidate come da dispositivo, seguono la soccombenza.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso e condanna il ricorrente al rimborso delle spese processuali sostenute dalla controricorrente, liquidate in complessivi Euro 1.000, di cui Euro 800 per onorari, oltre a spese generali e ad accessori di legge.

DISCREZIONALITÀ, PROPORZIONALITÀ E DIMENSIONE DELLA BANCA NELLA DETERMINAZIONE DELLA MISURA DELLE SANZIONI AMMINISTRATIVE

1. La sentenza in commento va a rimpinguare la già numerosa e costante giurisprudenza in merito alle sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia agli amministratori di un istituto di credito[1].

La fattispecie si inquadra all'interno della vigilanza regolamentare attribuita dall'art. 53 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385, di seguito t.u.b.) alla Banca d'Italia. Tale norma, come noto, indica i profili assoggettabili alle disposizioni cogenti delle autorità: adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, partecipazione al capitale di altre aziende, organizzazione[2]. Ciò consente alla Banca d'Italia l'emanazione di di-

---

[1] Per cui v., *ex multis*, CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte di Appello di Roma*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia, n. 22, Roma, 1991; TOLA, *Problemi di costituzionalità delle sanzioni amministrative bancarie*, in *Studium iuris*, 2002, fasc. 1, 89 ss.; DI AMATO, *Sanzioni agli esponenti aziendali di banche e imprese d'investimento e problemi di giurisdizione*, in *Corr. giur.*, 2002, 504 ss.; CAVALLINI, *Il procedimento di opposizione alle sanzioni della Consob e della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, 1.

[2] Cfr., in materia, CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, II, 400 ss.; CESARINI – PARENTE, *Art. 53*, in

sposizioni volte ad assicurare il mantenimento di presidi patrimoniali idonei a fronteggiare i rischi derivanti dalle diverse attività svolte dalla singola banca. La Banca d'Italia può inoltre emanare regole volte al contenimento delle varie configurazioni di rischio che le aziende di credito assumono nello svolgimento della propria attività[3].

L'osservanza delle disposizioni adottate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 53 del t.u.b. è assistita dalla potestà sanzionatoria riconosciuta in capo alla stessa Banca d'Italia dall'art. 144 del t.u.b.[4], norma applicata per comminare la sanzione al ricorrente la sentenza in commento, la quale stabilisce che le pene amministrative pecuniarie si applicano nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione o di direzione, dei dipendenti e anche ai soggetti che

---

Testo unico bancario. Commentario, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, 471 ss.; BRESCIA MORRA, *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, 1, 317 ss.

[3] La norma, mentre da un lato fissa regole generali cui debbono attenersi le aziende di credito, dall'altro prevede la possibilità che l'attuazione di talune operazioni venga sottoposta all'autorizzazione della Banca d'Italia. La norma prevede inoltre che la Banca d'Italia per accertare che siano rispettate le disposizioni emanate nelle predette materie possa convocare gli amministratori e gli organi collegiali delle banche, possa indire incontri con gli esponenti bancari e possa adottare nei confronti delle singole banche procedimenti specifici. L'ambito di applicazione della previsione che consente alla Banca d'Italia di adottare provvedimenti particolari nei confronti di singole banche è costituito dai casi in cui la situazione tecnica richiede specifiche regole prudenziali, non risultando quelle emanate per la generalità degli intermediari creditizi idonee al perseguimento degli obiettivi di vigilanza con riferimento ad una determinata azienda. Al riguardo v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, 602 ss.

[4] V. al riguardo CONDEMI, *Artt. 144 e 145*, in AA.VV., *Commentario al t.u. delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 1994, 713; CLARICH, *Le sanzioni amministrative nel Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia: profili sostanziali e processuali*, in *Banca impresa società*, 1995, 1, 59 ss.; MATTARELLA, *Le sanzioni amministrative nel nuovo ordinamento bancario*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1996, 3, 679 ss.

svolgono funzioni di controllo per violazione delle norme o per non aver vigilato.

La norma prevede un ampio margine tra il minimo ed il massimo edittale per le infrazioni contemplate dall'articolo. Tale margine consente di applicare una sanzione modellata alla gravità della violazione, nonché alla personalità dello stesso e alle sue condizioni economiche[5]. La potestà sanzionatoria, in genere, deve considerarsi una modalità della potestà dell'amministrazione di governo di un certo settore o di tutela di certi specifici interessi; e ciò in quanto la commessa trasgressione è considerata dall'ordinamento lesiva di interessi pubblici affidati alle cure della pubblica amministrazione[6].

Le sanzioni previste dalla norma, così come tutte le altre in materia bancaria e finanziaria, vengono selezionate ed individuate avendo presente il bene oggetto della complessa azione di vigilanza: a tal proposito, deve evidentemente farsi riferimento all'art. 5 del t.u.b., secondo cui i poteri pubblici nel settore vengono esercitati avendo riguardo alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia[7].

---

[5] Cfr. Cass., sez. I,16 giugno 1999, n. 5936.

[6] Sulla potestà sanzionatoria della pubblica amministrazione in genere e sul sistema generale delle sanzioni amministrative v. TRAVI, *Sanzioni amministrative e pubblica amministrazione*, Padova, 1983; SANDULLI, *Le sanzioni amministrative pecuniarie*, Napoli, 1983; PALIERO - TRAVI, *La sanzione amministrativa. Profili sistematici*, Milano, 1988; PALIERO - TRAVI, *Sanzioni amministrative*, in *Enc. dir.*, XLI, Milano, 1988, p. 345 ss.; CERBO, *Le sanzioni amministrative*, Milano, 1999.

[7] Cfr. BRESCIA MORRA, *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, cit., 301 ss.; GRECO, *Art. 5*, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, cit. , p. 45 ss.

Il procedimento di irrogazione delle sanzioni amministrative, regolato dall'articolo 145 del t.u.b.[8], si articola in tre fasi[9]: a) la fase strettamente amministrativa, che prende avvio dall'attività istruttoria e si conclude con l'irrogazione del provvedimento amministrativo sanzionatorio; b) la fase eventuale e di natura giurisdizionale, tesa a garantire un controllo giudiziale sul provvedimento amministrativo; c) la fase esecutiva.

La competenza giudiziale per il procedimento di opposizione (fase eventuale) è attribuita dall'articolo 145 alla Corte di Appello di Roma, che decide in camera di consiglio[10]. Erano sorti dei dubbi giurisprudenziali relativamente all'attribuzione della competenza in tema di impugnazione dei provvedimenti sanzionatori al giudice ordinario avendo il d.lgs. n. 80 del 1998 devoluto al giudice amministrativo tutte le controversie in materia di pubblici servizi, compresi quelli relativi alla vigilanza del credito. Sul punto si sono espresse sia la Cassazione[11] sia la Corte costituzionale[12]. Entrambe le Corti hanno riconosciuto la piena compatibilità costituzionale

---

[8] Cfr. VIGO, *T.U. in materia bancaria e creditizia, sanzioni amministrativa, procedura sanzionatoria, impugnazione e provvedimento sanzionatorio*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, p. 645.

[9] Cfr. GALANTINO, *Commentario al testo unico bancario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina e Santoro, cit. , p. 291 ss.

[10] CAVALLINI, *Il procedimento di opposizione alle sanzioni della Consob e della Banca d'Italia*, cit.; CONDEMI, *Le sanzioni amministrative bancarie e la giurisprudenza della Corte d'appello di Roma*, cit.

[11] Cfr. Cass., 22 luglio 2004, n. 13709, in *Giust. civ. mass.*, 2004, I, 7.

[12] Cfr. Corte cost., 4 marzo 1999, n. 49, in *Giust. civ.*, 1999, I, pag. 1248. Sul punto cfr. CARBONE, *Le sanzioni amministrative: dal Testo unico bancario (d.lg. 385/1993) a quello sui mercati finanziari (d.lg. 58/1998)*, in *Danno e responsabilità*, 1999, II, 410; TISCIONE, *Le sanzioni amministrative nella giurisprudenza*, in *AGE*, 2006, I, p. 157.

e ordinamentale della giurisdizione del giudice ordinario, argomentando che la specialità dei controlli e delle procedure previste in materia bancaria giustificano la scelta del legislatore di mantenere con carattere di specialità anche la procedura sanzionatoria amministrativa e di assicurare tutela giurisdizionale con rito camerale. Inoltre l'articolo 24, comma 5, della legge 262/2005, prevedendo in via generale la giurisdizione del giudice amministrativo in tema di impugnazione dei provvedimenti adottati dalle autorità di vigilanza, riconosce la giurisdizione del giudice ordinario in merito alle sanzioni amministrative irrogate in materia bancaria e finanziaria, così come disposto dall'art. 145 del t.u.b. La scelta di affidare la competenza giudiziale alla Corte di Appello di Roma, contestata da parte della dottrina, si giustifica con il fatto che la concentrazione di tutte le opposizioni dinanzi allo stesso giudice assicura sia uniformità delle decisioni sia la necessaria specializzazione tecnica.

2. Il ricorso alla Cassazione che ha portato alla sentenza in commento, pure inquadrandosi nell'ambito del potere sanzionatorio amministrativo della Banca d'Italia, sopra delineato, in realtà si indirizza ad individuare e verificare il potere discrezionale del giudice in merito al ricorso sull'irrogazione di sanzioni amministrative da parte dell'autorità di vigilanza.

In tale ambito la normativa speciale di settore appare lacunosa indicando solamente il procedimento sanzionatorio e la forbice tra minimo e massimo edittale della sanzione da ir-

rogare. Per tale motivo occorre fare riferimento al sistema delle sanzioni amministrative normato dalla legge 24 novembre 1981, n. 689, come disposto dall'art. 24, comma 4, della legge n. 262 del 2005[13] in sede di rinvio (seppur implicito[14]), ed in particolare all'art. 11 di tale legge, la cui applicazione è stata riconosciuta per l'attività sanzionatoria delle autorità amministrative indipendenti dal Consiglio di Stato[15], trattandosi di una norma espressiva di un principio generale di proporzionalità.

Come noto, l'art. 11 della legge n. 689 del 1981 stabilisce che "*la determinazione di una sanzione deve essere operata avendo riguardo alla gravità della sanzione, all'opera svolta dall'agente per l'eliminazione o attenuazione delle conseguenze della violazione nonché alla personalità dello stesso ed alle sue condizioni economiche*". La gamma dei criteri individuati da tale norma va dalla gravità della violazione, nella sua dimensione soggettiva e oggettiva, alla personalità dell'autore dell'illecito e alle sue condizioni economiche. Nella valutazione della gravità oggettiva della violazione si deve tener conto del danno o del pericolo cagionato all'interesse tutelato dalla norma violata, nonché alle modalità della condotta illecita che appaiono specialmente connotate nel senso della

---

[13] Cfr.. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 402.

[14] Considerando che la norma di cui all'art. 24, comma 4, della legge n. 262 del 2005 stabilisce espressamente soltanto l'esclusione dell'applicabilità delle disposizioni sul pagamento in misura ridotta contenute nell'articolo 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689.

[15] Cfr. Cons. Stato, sez. VI, sent. 8 marzo 2006, n. 1269, C. S.r.L. c. A.E.G. e altri.

pericolosità e della antidoverosità[16]. Sotto questo profilo, rilevante ai fini della decisione del ricorso in commento, si evidenzia da larga parte della dottrina come la forbice edittale della sanzione esprima già un giudizio da parte del legislatore. La valutazione della gravità oggettiva deve attuarsi in relazione alla concreta azione od omissione illecita, mentre il profilo soggettivo deve essere individuato in relazione al carattere doloso o colposo dell'illecito e successivamente in relazione all'intensità del dolo e al grado della colpa.

La norma prevede inoltre che nella commisurazione della sanzione devono essere valutate le condizioni economiche dell'agente. Tale presupposto tende ad impedire che determinate condizioni favorevoli dell'agente rendano inefficace la sanzione irrogata. I criteri di commisurazione della sanzione amministrativa devono essere osservati a pena di invalidità della sanzione. La giurisprudenza costante però ritiene che la legge n. 689 del 1981 attribuisca al giudice dell'opposizione il potere di sindacare nel merito la valutazione quantificatoria effettuata dall'amministrazione e di stabilire un diverso *quantum*, derivando da ciò che il giudice non possa annullare il provvedimento sanzionatorio per la mancanza nella motivazione della menzione delle ragioni che avevano condotto alla commisurazione della sanzione. Il giudice, anche se non ha il potere di annullare il provvedimento sanzionatorio mancante di motivazione in ordine ai criteri e al percorso logico seguito dall'amministrazione nella determinazione della sanzione, può

[16] Cfr. GIOVAGNOLI - FRATINI, *Le sanzioni amministrative*, Milano, 2009, p. 181.

secondo giurisprudenza costante[17], entrare nel merito della valutazione effettuata dall'amministrazione applicando direttamente i criteri previsti dall'articolo 11 della legge n. 689 del 1981.

In conclusione si può sottolineare ed evidenziare che la giurisprudenza costante rileva che in tema di sanzioni amministrative pecunarie, ove la norma indichi un minimo ed un massimo della sanzione, spetta al potere discrezionale del giudice di determinarne l'entità entro tali limiti, allo scopo di commisurarla alla gravità del fatto concreto, globalmente assunta dai suoi elementi oggettivi e soggettivi. Peraltro, il giudice non è tenuto a specificare nella sentenza i criteri adottati nel procedere a detta determinazione, e la Corte di Cassazione non può censurare la statuizione adottata se tali limiti siano stati rispettati e dal complesso della motivazione risulti che quella valutazione è stata completa[18]. Per tale ragione, inoltre, nel procedimento di irrogazione della sanzione amministrativa tramite ordinanza-ingiunzione, l'eventuale mancata giustificazione della misura della pena inflitta non costituisce vizio dell'atto, essendo espressamente conferito al giudice il potere di modificare l'entità della pena nel giudizio di opposizione avverso l'ordinanza[19]. In definitiva si individua una discrezionalità tecnica riconosciuta all'organo amministrativo nel pro-

[17] Cfr. Cass., sez. Lav., 2 febbraio 1996, n. 911; Cass., sez. Lav., 1 settembre 2003, n. 12758; Cass., sez. I, 10 dicembre 2003, n. 18811.
[18] Cfr. Cass., civ. sez. I, 19 aprile 2005, n. 8196; Cass., civ. sez. I, 24 marzo 2004, n. 5877; Cass. Civ., sez. I, 22 giugno 2001, n. 8532; Cass., sez. I, 10 dicembre 1996, n. 10976.
[19] Cfr. Cass. Civ., sez. Lav., 1 settembre 2003, n. 12758.

cedimento sanzionatorio ed una discrezionalità del giudice dell'opposizione nella rideterminazione del *quantum* del provvedimento sanzionatorio[20].

3. Il giudice di legittimità approva quindi il ragionamento della Corte di merito, laddove questa ha stabilito che la misura delle sanzioni irrogate dalla Banca d'Italia agli amministratori di una banca per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni nonché nell'erogazione, gestione e controllo del credito non può essere individuata in proporzione alla dimensione della banca considerata, né all'assenza di una stabile retribuzione, oltre che di una specifica professionalità, in capo agli amministratori della stessa banca, in quanto tali circostanze non sono idonee a determinare una limitazione ai doveri di diligenza e di prudenza insiti nel particolare tipo di attività esercitata ovvero al rispetto della normativa di vigilanza, qualunque sia la dimensione dell'istituto bancario (nella specie, una piccola banca di credito cooperativo[21]). E', questo, un arresto che tiene conto dell'interesse pubblico perseguito dai controlli previsti nell'ordinamento bancario, aventi quale obiettivo la tutela dei depositanti e la stabilità del sistema indipendentemente dal fatto che la banca presenti dimensioni piccole ovvero medio-grandi.

---

[20] Cfr. Corte App. Roma, decreto 24 aprile – 18 maggio 1978; decreto 15 gennaio – 29 gennaio 1979; decreto 2 novembre – 1 dicembre 1981; decreto 16 febbraio – 22 marzo 1983.

[21] Sul modello delle banche di credito cooperativo v., da ultimo, TROIANO, *Tipologie soggettive bancarie e organizzazione di gruppo*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, cit., II, p. 556 ss.

Non vi è infatti ragione logica per ritenere, come avanzato dal ricorrente, che nelle banche di piccole dimensioni i doveri tipici riconosciuti in capo agli amministratori si possano applicare in maniera attenuata; piuttosto, proprio perché magari le banche di più ridotte dimensioni presentano una minore patrimonializzazione a tutela dei depositi ivi detenuti, si potrebbe invece opinare che gli amministratori dovrebbero agire con una diligenza e una prudenza tanto maggiori[22].

Nel caso dei doveri di diligenza degli amministratori non si applica quindi l'impostazione che talora emerge dalle *Istruzioni di vigilanza* le quali, in ossequio al principio di proporzionalità dell'azione amministrativa, ora codificato anche nel settore dall'art. 23 della legge n. 262 del 2005[23], richiedono ad esempio un diverso grado di articolazione della funzione di *compliance* interna delle banche proprio in relazione alla dimensione e all'operatività dei singoli istituti[24].

---

[22] Occorre tuttavia al riguardo ricordare come la dimensione dell'intermediario possa essere invece considerata ai fini della valutazione della gravità della violazione e sulle conseguenze della medesima sulla situazione tecnica aziendale. Ad esempio, il Provvedimento della Banca d'Italia del 3 settembre 2003, recante "Procedure per l'applicazione delle sanzioni amministrative agli intermediari non bancari" (in G.U. n. 220 del 22 settembre 2003), stabiliva espressamente che "l'entità della sanzione, stabilita entro i limiti edittali previsti dalla legge, viene proposta avendo riguardo ai criteri fissati dalla l. 689/1981. In tale ambito, la gravità della violazione viene valutata tenendo conto, tra l'altro, delle conseguenze della medesima sulla situazione tecnica aziendale – con riguardo anche alle dimensioni dell'intermediario – ovvero sulla rappresentazione della situazione comunicata alla Banca d'Italia".

[23] Cfr. MATTARELLA, *Commento agli artt. 23-24*, in *La tutela del risparmio*, a cura di Nigro e Santoro, Torino, 2007, p. 445; GRECO, *Art. 5*, cit., p. 52-53; RANGONE, *Mercati finanziari e qualità delle regole*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, 1, p. 173 ss.; GUARRACINO, *L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale*, *ibidem*, p. 245 ss.

[24] Cfr. ALBAMONTE – BASSO – CAPONE – MARANGONI, *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di Galanti, Padova, 2008, p. 514.

Del resto, va considerato che, essendo anche le banche di minori dimensioni inserite nel più complessivo sistema bancario e dei pagamenti del Paese, e non agendo evidentemente come monadi isolate, una loro crisi, determinata magari da scarsa diligenza dei suoi amministratori, potrebbe ben avere conseguenze di carattere sistemico: di modo che l'esigenza di prevenire tale rischio, anche mediante la predisposizioni di apposite *Istruzioni di vigilanza* ai sensi dell'art. 53 del t.u.b., la messa in opera di una corretta *governance* dell'azienda bancaria e la richiesta agli amministratori di un livello di diligenza commisurato alla tipicità dell'attività esercitata costituisce un preminente interesse pubblico perseguito dall'ordinamento bancario. In altri termini, la diligenza applicabile va individuata in funzione della tutela effettiva degli interessi protetti, che nella fattispecie in commento non sono solo quelli relativi alle posizioni soggettive della società commerciale, dei soci e degli eventuali creditori ma piuttosto, in quanto trattasi di società esercente l'attività bancaria, se pure di piccole dimensioni, quelli superindividuali consistenti nella tutela del credito e del risparmio come richiesto dall'art. 47 Cost.

Davide Siclari

Dottorando di ricerca in Diritto pubblico dell'Economia nell'Università "La Sapienza" di Roma

TRIBUNALE DI MILANO, VI SEZIONE CIVILE

Sentenza 6 ottobre 2010, n. 12942.

Presidente: Giuseppe Brunetti; Giudice Relatore: Paolo Guidi

Intermediazione finanziaria – Contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento – Violazione dei doveri contrattuali – Valutazione dell'adeguatezza dell'operazione – Responsabilità della banca.

La violazione dei doveri contrattuali da parte della banca convenuta comporta non la dichiarazione di nullità o annullabilità degli ordini, ma la responsabilità ex contractu della banca per violazione degli obblighi di protezione dei clienti.

La segnalazione scritta prestampata riportata nella parte bassa dell'ordine di acquisto non è conforme alla previsione di cui all'art.29 comma 3 del regolamento Consob, in quanto non sono state esplicitate le ragioni per cui non era possibile procedere all'operazione (e quindi gli specifici profili di adeguatezza) e neanche il riferimento alle avvertenze ricevute dal cliente.

(D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, deliberazione Consob 1 luglio 1998, n. 11522, art. 29, comma 3)

[*omissis*]

Motivi della decisione

Gallo Paolino e Iop Elsa esponevano di aver sottoscritto in data 15 maggio 2000 presso la filiale di Cesano Boscone della Banca Popolare di Abbiategrasso un contratto di deposito titoli, un contratto di negoziazione di prodotti di investimento ed un ordine di acquisto di obbligazioni dello Stato argentino scadenza 2004 e tasso 8,125% per un valore nominale di 10.000 ed un controvalore effettivo di euro 9999,75 e, verificatosi nel 2001 il *default* dello Stato argentino, lamentavano la responsabilità dell'istituto bancario per non averli adeguatamente informati sulla rischiosità del titolo e per aver dato corso all'operazione nonostante l'inadeguatezza per tipologia e dimensione.

La banca convenuta (ora incorporata in Monte dei Paschi di Siena Spa) eccepiva la litispendenza e chiedeva il rigetto nel merito della domanda attorea mettendo in particolare evidenza (tramite il richiamo al doc. n.5 della sua produzione documentale) che il funzionario con cui gli attori avevano avuto a che fare non solo aveva fornito esaustive informazioni e congrui avvisi orali, ma aveva finanche fissato per iscritto l'inadeguatezza dell'operazione, determinandosi a procedere all'operazione di acquisto medesima solo a seguito dell'ordine specifico dei clienti di procedere comunque.

All'udienza del 6 ottobre 2010, dopo breve discussione, il Tribunale si riservava di decidere.

[*omissis*]

A seguito di attenta disamina dei documenti prodotti dalle parti, rileva il collegio che, tra le richieste formulate dagli attori, risulta fondata quella di condanna dell'istituto bancario al risarcimento danni *ex contractu*, per violazione dei doveri di protezione dei clienti attori.

Iniziando l'analisi dalle produzioni attoree, va messo in evidenza quanto segue.

I coniugi Gallo hanno acceso presso la detta filiale un conto corrente (n.471625) in data 11 maggio 2000. In data 15 maggio 2000 i medesimi sono ritornati presso l'istituto bancario ed hanno stipulato il negozio di deposito titoli e il contratto di negoziazione di prodotti finanziari, entrambi riportanti il numero 23903, ed in tale contesto hanno espressamente dichiarato una propensione a rischio bassa, rifiutandosi di fornire altre informazioni, ed hanno ricevuto il documento generale sui rischi di investimento.

I coniugi in pari data, immediatamente a seguire, hanno acquistato Obbl. arg. 048,125 EU, codice Isin 10920329, per un importo nominale di euro 10.000 ed un prezzo di euro 99,9975, investendo quindi l'importo di euro 9999,75, il tutto come risulta dal fissato bollato di data 15 maggio 2000 che faceva esplicito riferimento al contratto quadro n.23903 ed all'addebito sul conto corrente n.471625.

L'operazione di acquisto di titoli argentina, pur trattandosi di un periodo (maggio 2000) non vicino al default e ancora distante dal *downgrading* del marzo 2001, è risultata essere inadeguata per tipologia rispetto al profilo di rischio degli attori.

Tali titoli, di natura speculativa, erano portatori di un rischio superiore a quello tollerabile da persone come gli attori, che erano persone anziane (rispettivamente classe 1932 e 1936) e con bassa scolarità (come documento dalla difesa), che avevano espressamente dichiarato di avere una propensione al rischio bassa, tale quindi da non poter tollerare il rischio di perdita del capitale, per i quali non era per nulla usuale il procedere ad investimenti finanziari, e che infine hanno concluso tutto in un sol giorno[1].

Ancora più grave era il profilo di inadeguatezza per dimensioni, posto che gli attori hanno acceso quel conto e quel deposito proprio per investirvi una somma, euro 10.000 circa, che, per quanto emerge dagli atti e per quanto del resto poteva sapere la banca, costituiva l'intero patrimonio gestito in comune dai coniugi o comunque una parte cospicua.

Il connubio tra inadeguatezza per tipologia ed inadeguatezza per dimensioni rende particolarmente evidente quanto dovevano essere penetranti gli obblighi dell'operatore professionale i sensi dell'art. 29 reg. Consob.

L'inadeguatezza di tali operazioni non è stata contestata dalla banca convenuta; lo stesso teste escusso, direttore della filiale e persona che aveva avuto direttamente a che fare con gli attori, ha confermato di aver considerato quell'acquisto inadeguato per il profilo di rischio dei coniugi Gallo.

---

[1] Gli attori avevano acceso un conto corrente pochi giorni prima, ed in data 15 maggio 2000 hanno avuto il colloquio col direttore di sede nel corso del quale hanno effettuato in un sol blocco tutte le operazioni necessarie, dalla stipula del contratto quadro all'esecuzione dell'ordine, senza avere in pratica neanche il tempo di leggere il documento generale sui rischi.

La Banca convenuta, invece, ha richiamato a sua difesa il doc. n. 5, da cui dovrebbe emergere che, ai sensi dell'art. 29 regolamento Consob, la stessa ha segnalato per iscritto al momento dell'ordine l'inadeguatezza dell'operazione, ed il cliente, pur preso atto di tale avvertimento, ha confermato espressamente la volontà di eseguire comunque l'operazione.

Il collegio rileva che la segnalazione scritta prestampata riportata nella parte bassa dell'ordine di acquisto non è conforme alla previsione di cui all'art.29 comma 3 del regolamento Consob, in quanto non sono state esplicitate le ragioni per cui non era possibile procedere all'operazione (e quindi gli specifici profili di adeguatezza) e neanche il riferimento alle avvertenze ricevute dal cliente.

Il collegio rileva però che il documento in questione sconta una problematica ben più radicale.

Esso, infatti, è relativo ad un acquisto diverso da quello per cui è causa, sia pur inerente lo stesso titolo, lo stesso quantitativo, e con applicazione del medesimo prezzo.

Si tratta, infatti, di un ordine d'acquisto di titoli argentina per nominali euro 10.000 firmato ed impartito dalla sola Iop Elsa in data 10 Maggio 2000, quantitativo inserito nel conto deposito titoli n. 23813 intestato a Iop Elsa e Gallo Monica (e non Gallo Paolino), regolato su un diverso conto corrente intestato ai medesimi Gallo Monica e Iop Elsa. Ne deriva che la valenza probatoria di tale documento – la cui produzione è stata frutto di evidente errore materiale di cui per altro non hanno avuto modo di accorgersi neanche gli attori – è nulla.

Va precisato che, sotto il profilo della inadeguatezza, il fatto che sia stato emesso da Iop Elsa un ordine di acquisto analogo a quello per cui è causa di appena cinque giorni prima non svolge un significativo rilievo.

Infatti nell'acquisto precedente nessun ruolo ha avuto l'attore Gallo Paolino, il quale pertanto in data 15 Maggio 2000 ha investito l'intera somma di sua pertinenza. Sotto il profilo di Iop Elsa, deve rilevarsi che, alla luce del precedente acquisto, noto alla banca, l'acquisto del 15 Maggio 2000 era a maggior ragione da considerare ancora più inadeguato sotto il profilo dimensionale.

In conclusione rileva il collegio che – a motivo della valenza nulla della produzione documentale in atti e (di conseguenza) stante l'inutilità della prova testimoniale espletata – la banca convenuta ha fallito la prova il cui onere, sulla base della normativa di settore le incombeva, cioè di avere tenuto un comportamento diligente e adeguatamente protettivo rispetto a due clienti che si accingevano a compiere un'operazione di investimento all'evidenza non adeguata sotto vari profili.

La violazione dei doveri contrattuali da parte della banca convenuta (avvisi ed informative insufficienti e mancato compimento della procedura di cui all'art.29 regol. Consob) comporta non la dichiarazione di nullità o annullabilità dell'ordine, come ormai ritenuto dalla prevalente e più autorevole[2] giurisprudenza, bensì legittima l'accoglimento della domanda di responsabilità contrattuale della banca convenuta.

2 Cass SS. UU., Sentenza n.26734 del 19/12/2007.

****

Si passa ora al calcolo dei danni.

Dall'importo investito di euro 9999,75 vanno detratti, come richiesto da parte convenuta, euro 1055,35 per cedole percepite dagli attori, e si arriva quindi alla somma di euro 8944,4.

Con riguardo alla specifica evenienza della pronuncia risarcitoria, qual è quella adottata in questa decisione, la convenuta non ha chiesto la restituzione dei titoli, bensì la decurtazione del loro valore dall'ammontare del risarcimento.

Ritiene il collegio che il valore dei titoli ai fini del calcolo del risarcimento danni, in assenza di deduzioni attuali delle parti sul punto, può essere determinato in euro 3150,00, a seguito di valorizzazione dell'unica quotazione presente in atti, seppur risalente all'anno 2007. Ciò tenendo anche conto del fatto notorio che l'adesione all'OPS risulta aver consentito il mantenimento del valore che i titoli avevano negli anni precedenti (tra il 30 ed il 40% del valore nominale di acquisto).

La somma di euro 8944,4 va pertanto decurtata di quella appena indicata, giungendo alla somma di euro 5794,4, che va pertanto liquidata agli attori con maggiorazione di rivalutazione monetaria ed interessi legali.

[*omissis*]

Le determinazioni sulle spese legali seguono il criterio della soccombenza, e pertanto la banca convenuta va condannata alla

rifusione agli attori delle spese processuali che si liquidano come da nota prodotta in euro 1349,00 per diritti, euro 2905,00 per onorari, euro 1124,98 per spese, oltre Iva, Cpa e spese generali come per legge.

P.Q.M.

Il Tribunale di Milano, in composizione collegiale, definitivamente pronunciando in contraddittorio delle parti

1. Condanna Monte dei Paschi di Siena Spa al risarcimento dei danni in favore degli attori che si liquidano in euro 5794,4, oltre rivalutazione monetaria ed interessi legali dalla domanda giudiziale al saldo;
2. Condanna Monte dei Paschi di Siena Spa al pagamento in favore degli attori delle spese legali che si liquidano in euro 1349,00 per diritti, euro 2905,00 per onorari, euro 1124,98 per spese, oltre Iva, Cpa e spese generali come per legge.

L'INACCETTABILE CONFERMA DI UN ORIENTAMENTO GIURISPRUDENZIALE DA TEMPO SUPERATO.

I primi anni del nuovo millennio hanno registrato l'attivazione di un contenzioso senza precedenti, occasionato dai noti *defaults* di uno Stato sovrano e di grandi imprese industriali, che ha evidenziato i limiti e le carenze di taluni principi base del-

la disciplina speciale, all'epoca in vigore, concernente lo svolgimento dei *servizi finanziari* [3].

Per comprendere il fenomeno in parola va ricordato che il processo di globalizzazione economica ha determinato una sempre maggiore "finanziarizzazione dell'economia"[4]; ciò ha trovato esplicazione soprattutto attraverso l'entità dei flussi finanziari internazionali, la velocità e varietà degli impieghi, la più rapida circolazione delle informazioni, la diversificazione internazionale dei portafogli e la spinta degli investitori "all'utilizzo di intermediari professionalmente dediti alla gestione del risparmio", come puntualmente è stato sottolineato in letteratura[5].

L'impatto di questo processo è evidente: la prospettiva di un superamento dei mercati nazionali, quale naturale conseguenza

---

[3] Sulle regole di condotta cui devono attenersi gli intermediari nel prestare i servizi d'investimento nei confronti dei risparmiatori cfr., tra gli altri, ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993; LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999; SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, p.371 ss.; ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond),* in *Danno e responsabilità*, 2005, p.624 ss.; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitori,* Padova, 2007, capitoli V e VI. Sull'importanza dell'informazione degli investitori v., tra gli altri, PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; CAVAZZUTI, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca impresa società*, 2004, p.419 ss.; FERRARINI, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa società*, 2004, p.411 ss.

[4] Ciò nel senso che "la ricchezza finanziaria cresce progressivamente ... rispetto a quella reale": così SANTINI, *Prevenzione e contrasto del riciclaggio nel mercato globale*, Intervento nell'ambito del Forum Annuale su *Il controllo dei mercati finanziari*, Roma, 22 maggio 2001. Per una ricostruzione del dibattito dottrinale si veda, *ex multis*, NARDOZZI, *Riflessioni sulla finanziarizzazione dell'economia*, in *Economia e politica industriale*, 1987, p. 121 ss.; NICCOLI, *Economia stazionaria, economia dinamica e finanziarizzazione*, in *Studi e note di economia*, 2004, p. 27 ss. V. PANIZZA, *Luci ed ombre della globalizzazione*, in La *Comunità internazionale*, 2005, p. 213 ss., in tema di limiti della finanziarizzazione dell'economia; GALGANO, *Globalizzazione e conglomerazione*, in *Contratto e impresa*, 2006, p. 73 ss., il quale, con particolare riferimento agli effetti della globalizzazione sulla moderna grande impresa, si sofferma anche su "transnazionalità dell'impresa" e "ultranazionalità del diritto nazionale della holding", anche alla luce della legge n.262 del 2005.

[5] Cfr. PONTOLILLO, *Globalizzazione, finanza ed etica*, Lezione tenuta all'Almo Collegio Borromeo, Università degli Studi di Pavia, 13 novembre 2003.

del processo d'integrazione dei sistemi economico-finanziari, ha indotto a ricercare livelli sempre più elevati di efficienza, ai quali si è pervenuti ora accrescendo la competizione tra gli intermediari, ora procedendo a forme sofisticate di riallocazione dei rischi, in una realtà che di certo risulta potenziata dal menzionato "processo di finanziarizzazione".

E' in tale contesto che assume rilevanza la crescita quantitativa e qualitativa dell'offerta di prodotti finanziari. L'ampliamento delle possibilità di scelte di investimento per i clienti ha consentito l'inserimento nel portafoglio di titoli con caratteristiche tali (in termini di rendimento, rischiosità, segmento geografico ed operativo di riferimento, orizzonte temporale) da assicurare i benefici della diversificazione. Naturalmente la presenza di differenziate tipologie di prodotti finanziari richiede valutazioni attente sull'entità dei rischi che si vanno ad assumere e ponderazione di tutti gli scenari possibili presupponendo informazioni sempre più approfondite da parte degli investitori: questi devono essere resi edotti (dagli intermediari) dei meccanismi di mercato e della effettiva *qualità* dei prodotti oggetto delle loro negoziazioni. Consequenziale è, per un verso, l'esigenza di un puntuale rispetto da parte degli operatori dei criteri di trasparenza ed adeguatezza delle operazioni imposti dalla disciplina speciale, per altro, un *agere* dei risparmiatori lontano da forme di *moral hazard* fondate sulla certezza di una tutela che *in ogni caso* verrebbe ad essi assicurata[6].

---

[6] Ci sia consentito il rinvio a PELLEGRINI, *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini*, in *Banca borsa e titoli cred.*, 2005, II, p.686 ss.

Si comprende che il superamento delle discrasie disciplinari evidenziate dalla realtà fattuale può realizzarsi solo a seguito di una lenta riflessione condotta sui limiti della regolazione e previa acquisizione della consapevolezza di dover uniformare il nostro apparato dispositivo alle indicazioni rivenienti dai sistemi finanziari evoluti (nei quali, tra l'altro, sono previste puntuali tecniche di prevenzione dei pericoli del *moral hazard*, atteggiamento comportamentale che, frequentemente, caratterizza l'operato di investitori senza scrupoli e desiderosi di approfittarsi di un clima ideologico che reputano a loro favorevole).

Si sono determinate nel nostro Paese una rinnovata considerazione delle modalità con cui deve essere perseguita la tutela del consumatore-investitore, una più consapevole presa d'atto della posizione di effettiva debolezza in cui quest'ultimo versa nei confronti degli intermediari e, dunque, l'esigenza di vedere assicurati livelli di garanzia più elevati di quelli previsti dalla normativa all'epoca vigente.

Si colloca nel medesimo contesto l'orientamento della giurisprudenza di merito che evidenzia la prioritaria preoccupazione di eliminare, o quanto meno, ridurre le *criticità* di un sistema disciplinare nel quale sembra (*rectius*: si ritiene) possano sussistere i presupposti per evidenti sperequazioni nell'affermazione del *diritto*, che consente forme operative spesso fondate su *pratiche standardizzate* che appaiono poco (o per nulla) conformi ai cano-

ni di un *agere* corretto, che si rivela dunque bisognoso di una più compiuta salvaguardia degli acquirenti dei prodotti finanziari[7].

Ciò ha condotto alla diffusione di una *nuova cultura,* di un nuovo modo di guardare alla logica del mercato, che se per un verso deve essere proteso al rispetto del principio del *need of protection*, per altro, invero, ha finito talvolta con l'essere incurante sul piano delle concretezze di alcuni criteri fondanti della giurisdizione e, pertanto, della circostanza che i comportamenti tenuti dagli intermediari molte volte sono stati in linea con le prescrizioni della regolazione vigente.

Non a caso, il contenzioso prima ricordato (unitamente alle cause che lo hanno determinato) è stato oggetto di un'apposita inchiesta parlamentare, nel corso della quale è emersa la specificità della situazione giuridico-economica che ne contraddistingue l'essenza[8]; analogamente, esso si è posto a fondamento di significative istanze di modifica dell'apparato processual civilistico italiano (istanze che, tenendo conto dell'elevato numero di persone coinvolte in tali controversie, hanno determinato l'introduzione anche nel nostro Paese dello strumento della *class action*, che è stato ritenuto particolarmente idoneo a rinvenire adeguate soluzioni in presenza di siffatta realtà[9]).

---

[7] Per una disamina di tale orientamento giurisprudenziale si rinvia, tra gli altri, a ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio* bond *& tango* bond*)*, in *Danno e responsabilità*, 2005, p. 624 ss.; GOBBO – SALODINI, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur comm.*, 2006, II, p. 5 ss.; MISSAGLIA, *Rassegna di giurisprudenza sulla tutela del risparmiatore*, in *Consumatori, diritto e mercato*, 2006, p. 136 ss.

[8] Cfr. il «documento conclusivo» dell'indagine conoscitiva su «*Rapporti tra sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*», in Atti parlamentari, XIV Legislatura, Camera dei Deputati, comm. riun. VI e X.

[9] Ad autorevole dottrina è apparso intuitivo che l'intercorsa globalizzazione dei mercati finanziari — evidenziando sempre più, di fronte al verificarsi di fattispecie plurioffensive

2. Avendo riguardo a tale contesto logico va letta la sentenza n. 12542/2010 della VI sezione civile del Tribunale di Milano, che qui si commenta.

La fattispecie in esame, intercorsa tra il 2000 e il 2001 (e, dunque, regolata dalla normativa *ante* Mifid)[10], riguarda la negoziazione di *bonds* argentini effettuata da un intermediario bancario nei confronti di due coniugi, che all'uopo hanno sottoscritto nel maggio 2000 un regolare contratto di investimento e rilasciato un apposito "ordine" di acquisto con scadenza prevista nel 2004.

L'esecuzione di tale "ordine" è avvenuta in conformità a quanto, al riguardo, è stato indicato dalla Consob, la quale ha ritenuto legittimo l'acquisto di strumenti finanziari

---

che esplicano i propri effetti dannosi su scala internazionale, l'esigenza di forme di tutela uniformi — accentui la spinta verso la richiesta di strumenti che possano condurre agevolmente alla risoluzione delle forme di contenzioso richiamate nel testo; cfr. RESCIGNO M., *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 2005, n. 3, p. 412 ss. In tal senso si esprime anche FAVA, *L'importabilità delle class actions in Italia*, in *Contratto e impresa*, 2004, vol. 20, n. 1, p. 166 ss., evidenziando altresì le ragioni del crescente interesse verso la *«class action»*, strumento di tutela processuale che l'Autore ritiene *costituzionalmente* necessario; MEZZASOMA, *Tutela del consumatore ed accesso alla giustizia: l'introduzione della class action*, in *Rassegna dir. civ.*, 2005, n. 3, p. 776 ss. Va precisato al riguardo che dal 1° gennaio 2010 è possibile avviare in Italia "azioni di classe" di cui al nuovo art. 140-bis Codice di consumo, come novellato dall'art.49 della legge n. 99 del 23 luglio 2009, avverso quegli illeciti (plurioffensivi) commessi a partire dal 15 agosto 2009 (data della entrata in vigore della legge che ha modificato la disciplina). Si vedano, al riguardo, le Relazioni di Pace, Scognamiglio C., Bariatti, Libertini, Pellegrini Grinover, Giudici, Cassini e Rabitti Bedogni, al Convegno di Studio su *Class action. Il nuovo volto della tutela collettiva in Italia*, tenutosi a Courmayeur, in data 1-2 ottobre 2010.

[10] Il caso si riferisce a fatti avvenuti nel contesto normativo precedente l'entrata in vigore della nuova disciplina sui servizi di investimento, disposta con il recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 2004/39/CE (cd. Direttiva Mifid), avvenuto con il d.lgs. 17 settembre, n.164, a sua volta attuato dai provvedimenti emanati da Consob e Banca d'Italia (in particolare, il regolamento Intermediari n.16190/2007 ed il regolamento congiunto Banca d'Italia – Consob del 29 ottobre 2007). Si ritiene che, la comprensione degli orientamenti giurisprudenziali aventi ad oggetto controversie regolate dalla precedente normativa, presenta profili di interesse anche nella interpretazione delle norme vigenti, risultando utile nella gestione dell'attuale contenzioso.

sull'euromercato da parte di intermediari che procedono, poi, alla loro successiva vendita ad investitori *retail*[11].

La parte attrice - che il Giudice inquadra nella categoria delle "persone anziane (classe 1932 e 1936) … con bassa scolarità", clientela cioè improntata ad una "propensione al rischio bassa, tale … da non tollerare rischi di perdita del capitale" - coinvolta nel dissesto dello Stato Argentina, contesta alla banca di non essere stata adeguatamente informata sull'alto rischio dell'investimento; lamenta inoltre di aver proceduto all'acquisto nonostante l'inadeguatezza dell'operazione per tipologia e dimensione. Donde la richiesta di condanna dell'istituto bancario al risarcimento dei danni *ex contractu*, per violazione dei doveri di protezione dei clienti attori.

La banca convenuta si costituisce in giudizio e nega il mancato rispetto dei doveri di diligenza e correttezza di cui alle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d.lgs. n.58/1998 e Regolamento Consob), avendo il funzionario incaricato fornito esaustive informazioni e congrui avvisi orali sulla natura dei titoli acquistati. In particolare, l'intermediario fa riferimento alla piena e completa osservanza delle prescrizioni imposte dalla disciplina speciale, richiamandosi all'intervenuta sottoscrizione della documentazione relativa al riconoscimento dell'inadeguatezza dell'operazione e determinandosi a pro-

[11] Ed invero, detta autorità di controllo ha sottolineato che "gli schemi operativi adottati dalle banche non prevedevano la preventiva detenzione degli strumenti finanziari venduti alla clientela, ma un approvvigionamento sul mercato dei titoli di volta in volta richiesti, attraverso un bilanciamento di operazioni contestuali, o pressoché contestuali, di acquisti da soggetti istituzionali e di vendita a clientela retail. In assenza di preventiva detenzione dei titoli, le eventuali giacenze, anche ove presenti, fanno rilevare la permanenza per un periodo di tempo contenuto nei portafogli di proprietà degli intermediari" (cfr. così l'Audizione della Consob, "*La diffusione in Italia di obbligazioni pubbliche argentine*", Camera dei Deputati, 27 aprile 2004, p. 10).

cedere all'esecuzione della medesima solo a seguito del ricevimento da parte dei clienti di un ordine specifico in tal senso.

Il Tribunale, sulla base delle risultanze istruttorie, accoglie la domanda proposta dagli attori ritenendo l'intermediario bancario responsabile *ex contractu* per violazione degli obblighi di protezione dei clienti (con riferimento ad avvisi ed informative insufficienti e mancato compimento della procedura di cui all'art.29 del regolamento Consob n.11522/1998, all'epoca vigente).

La pronuncia del Collegio, però, pur seguendo percorsi argomentativi che tengono in considerazione il diffuso orientamento giurisprudenziale consolidatosi *in subiecta materia* - secondo il quale la violazione dei doveri contrattuali da parte dell'intermediario non comporta la dichiarazione di nullità o annullabilità dell'ordine[12] - lascia perplessi laddove dichiara la non conformità alla previsione di cui all'art. 29, comma 3, del regolamento Consob[13] della "segnalazione scritta prestampata" (di inadeguatezza dell'operazione) "riportata nella parte bassa dell'ordine di acquisto", non essendo state esplicitate "le ragioni per cui non era possibile procedere all'operazione (e quindi gli specifici motivi di adeguatezza) e neanche il riferimento alle avvertenze ricevute dal cliente".

Sono questi i due aspetti su cui ci soffermeremo nei prossimi paragrafi.

3. E' il caso di far presente che, nelle controversie aventi ad oggetto la negoziazione di titoli emessi da soggetti divenuti in-

[12] V. paragrafo successivo.
[13] Ci si riferisce al Regolamento Consob n.11522/1998 all'epoca vigente, ora sostituito dal Regolamento n.16190/2007.

solventi, l'inosservanza delle regole comportamentali elencate nell'art.21 t.u.f. sovente è stata invocata come causa di nullità del contratto di investimento per violazione di *norme imperative* (ai sensi dell'art.1418 c.c.)[14].

Sotteso a siffatta impostazione dei *ricorsi* con cui sono state portate in giudizio le ragioni di tutela dei risparmiatori-consumatori di servizi finanziari è, di certo, l'intento di fondare su detta declaratoria di nullità la proposizione di una domanda di risarcimento estesa a ricomprendere non solo l'intero ammontare della somma oggetto dell'investimento (maggiorata degli interessi legali), ma anche eventuali accessori (quali, ad esempio, il ristoro di presunti *danni biologici* subiti in conseguenza del trauma causato dalla perdita dei propri risparmi).

Non a caso, valutando l'impatto dei recenti *default* finanziari sul risparmio diffuso è stato evidenziato che "la nullità per violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario sembra apparire come la via breve per giungere alla compensazione dell'investitore da parte di una *deep pocket* sicuramente capiente"[15].

---

[14] Ciò nel riferimento al disposto dell'art. 1418, comma 1, c.c., e seguendo l'impostazione della Cassazione nella nota sentenza n. 3272/2001, secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità". Si sottolinea cioè l'esistenza, nella materia dell'intermediazione finanziaria, di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le regole di comportamento.

[15] Cfr. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari*, Relazione al Convegno su "*Nuove prospettive della tutela del risparmio*", organizzato dall'Associazione G.F. Campobasso, Napoli, 27/28 maggio 2005, p.6.

In argomento è intervenuta la Corte di Cassazione, in un primo momento con la sentenza del 29 settembre 2005, n.19024[16], che ha chiarito i termini entro cui deve essere intesa la nullità *virtuale* del contratto per contrarietà a norme imperative, ai sensi dell'art. 1418, comma 1, c.c.

Più in particolare, è stato ribadito dal Supremo Collegio che essa opera solo quando siffatta violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto[17]. Pertanto l'illegittimità della condotta tenuta nel corso delle trattative per la formazione del contratto, ovvero nella sua esecuzione, non determina la nullità del contratto, indipendentemente dalla natura delle norme con le quali sia in contrasto, a meno che questa sanzione non sia espressamente prevista.

Sotto altro profilo, la Corte consolida l'impostazione secondo cui - nella prestazione del servizio di negoziazione, ricezione e trasmissione di ordini - va tenuto distinto il "contratto base" intercorrente tra l'intermediario ed il cliente (volto a regolare modalità e forme attraverso le quali sarà prestato il servizio) e i suc-

---

[16] Cfr. Cass., sez. I civ., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e responsabiltà*, 2006, p. 25 ss., con nota di ROPPO - AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*; e in *Giur. Comm.*, 2006, II, p.626 ss., con nota di SALODINI, *Obblighi di informativa dell'intermediazione finanziaria e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità contrattuale*. Cfr., altresì, LEMMA, *Violazione delle regole di condotta nello svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria e tutela giurisdizionale*, in *Mondo bancario*, 2006, n. 1, p. 53 ss.

[17] Alcuni Tribunali, seppur con riguardo al regime *ante* MiFID, hanno recentemente ritenuto che le disposizioni sul contenuto minimo del contratto-quadro costituiscano invece una norma imperativa, posta a tutela non solo del contraente debole, ma anche di un interesse pubblicistico (il buon funzionamento dei mercati finanziari) e che, pertanto, la loro violazione comporti la nullità del contratto (Trib. Bologna 2 marzo 2009; Trib. Saluzzo 28 aprile 2009).

cessivi rapporti derivanti dagli ordini dei clienti[18]. Si perviene, dunque, al convincimento che debba in ogni caso escludersi l'estensione dell'area della nullità al di fuori delle ipotesi in cui tale sanzione è espressamente prevista dal legislatore del testo unico della finanza; per cui diventa dominante la tesi secondo cui la «distinzione tra adempimenti prescritti a pena di nullità e altri obblighi di comportamento pure posti a carico dell'intermediario impedisce una generalizzata qualificazione di tutta la disciplina dell'intermediazione mobiliare come di ordine pubblico e, ultimamente, presidiata dalla c.d. nullità virtuale di cui all'art. 1418, 1° comma, c.c.»[19].

Se ne deduce che, in presenza di violazioni della normativa che incidono sulle posizioni giuridiche soggettive degli investitori, la tutela di questi ultimi deve ritenersi affidata ad azioni di tipo risarcitorio. Sicché, dovrà, di volta in volta, essere accertato se sussistono i presupposti per ravvisare nella violazione della regolazione speciale un inadempimento dell'intermediario di tale gravità da legittimare la richiesta della pesantissima sanzione della *risoluzione del contratto*. Non v'è dubbio che, nelle variegate situazioni che si presentano all'interprete, tale risultato appare legato alla fondatezza dell'*an debeatur*, oltre che alla prova del nesso causale che intercorre tra la violazione posta in essere ed il danno recato alla controparte negoziale (atteso che non potrà es-

[18] La struttura impugnatoria di tali procedimenti giudiziari è apparsa preordinata alla disapplicazione del "contratto quadro" che si pone a fondamento dei rapporti negoziali di cui trattasi. Sulla riconduzione del "contratto di base" al modello teorico del contratto normativo ovvero del contratto quadro si veda LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., p. 106 ss.
[19] Così Trib. Milano, 25 luglio 2005, n. 7555, in *Giur. Merito*, 2005, n. 11.

sere addebitato all'intermediario un danno per accadimenti non riconducibili, sotto il profilo causale, al comportamento del medesimo)[20].

In questa direzione si è orientata la Corte di Cassazione, questa volta a Sezioni Unite, con sentenza del 19 dicembre 2007, n. 26725, chiarendo che "il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato"[21].

Più in particolare, muovendo dalla tradizionale distinzione tra *norme di comportamento* dei contraenti e *norme di validità* del contratto, la Corte nega che «la violazione delle prime, tanto nella fase prenegoziale quanto in quella attuativa del rapporto, ... (possa incidere) ... sulla genesi dell'atto negoziale, quanto meno nel

---

[20] A ciò aggiungasi che, al fine di evitare che si realizzi una sorta di «irrealistica presunzione di responsabilità» (così NASTASI, *La responsabilità delle autorità indipendenti per omissione di vigilanza*, in *Contratto e impresa*, 2003, n. 3, p. 1280) degli intermediari occorre procedere ad una congiunta verifica del possibile concorso colposo del danneggiato/investitore (art. 1227, comma 1, c.c., espressamente richiamato dall'art. 2056 c.c.).

[21] Cfr. Cass. Sez. Unite, 19 dicembre 2007, nn. 26745 e 26725, in *Danno e responsabilità*, 2008, 525 ss., con note di ROPPO e BONACCORSI; la sentenza è consultabile anche su: www.ilcaso.it, con nota di SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, documento n. 92. p.4. In argomento cfr. anche GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, 1 ss.; TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra "nullità virtuale", culpa in contraendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e titoli cred.*, 2007, II, p. 648 ss. La Corte, Sez. Unite civili, con la citata sentenza del 2007 riprende l'orientamento sul punto espresso da Cass., sez. I civ., 29 settembre 2005, n. 19024, già richiamata. In senso conforme v. Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, 1, 24 ss., con nota di MARINUCCI; Cass., Sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, n. 5/2009, p. 503 ss., con nota di SANGIOVANNI. Tra i giudizi di merito v. Tribunale di Bologna, sez. II, 2 marzo 2009, n. 1161, in *Corriere giuridico* 9/2009, p. 1255 ss., con nota di SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, p.1257 ss.

senso che non è idonea a provocarne la nullità». La suddetta distinzione rileva invece ai fini della individuazione del tipo di responsabilità che nella singola fattispecie ricorre; solo in caso di una palese violazione delle regole di condotta la Corte riconosce i presupposti di una responsabilità per danni del trasgressore.

L'inosservanza delle regole comportamentali, dunque, non può essere valutata al fine di determinare la nullità dei contratti in questione, ma trattandosi di comportamenti che afferiscono alla fase precedente o successiva alla conclusione del negozio potrà, a seconda dei casi, ravvisarsi un'ipotesi di «responsabilità precontrattuale» ovvero da inadempimento «contrattuale», con conseguente possibilità di legittimare la richiesta di risarcimento o, addirittura, di risoluzione del rapporto[22].

La possibilità di rimedi diversi -cui la Corte fa riferimento- in caso di violazione delle regole di condotta dà luogo ad una «graduazione» della sanzionatoria applicabile, con la conseguenza che il Giudice di merito deve correlare la misura dell'obbligo di risarcimento all'entità della responsabilità in cui possa essere incorso l'intermediario. Se ne deduce che solo in casi estremi la gravità della trasgressione commessa sarà tale da legittimare la risoluzione del contratto per inadempimento e, dunque, consentire la restituzione dell'intero valore dell'investimento (con un effetto pari a quello che si otterrebbe in presenza di una declaratoria di nullità).

[22] In tal senso si era già pronunziata parte della dottrina in epoca antecedente alla decisione della Cassazione in esame. Cfr., tra gli altri, ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, cit., p. 616.

Per completezza va segnalato che la violazione delle regole di comportamento e di organizzazione da parte degli intermediari, oltre a determinare una specifica responsabilità civile, è soggetta anche a sanzioni amministrative (art.190 t.u.f.) e, nei casi più gravi, penali (artt. 166 ss. t.u.f.). Nel caso poi in cui un cliente al dettaglio lamenti un danno imputabile all'inadempimento contrattuale – da parte dell'operatore – ai suoi obblighi di informazione, correttezza e trasparenza, in alternativa all'autorità giudiziaria ordinaria, potrà rivolgersi alla Camera di Conciliazione ed arbitrato presso la Consob per attivare una procedura di conciliazione[23].

Per vero, a seguito della decisione delle SS.UU. della Cassazione si comincia ad affermare un orientamento giurisprudenziale volto a concedere con eccessiva "generosità" (e senza un'adeguata valutazione della "non scarsa importanza" dell'inadempimento *ex* art. 1455 c.c.) l'ammissione della risoluzione del contratto in presenza di violazione di regole di condotta nella prestazione di servizi finanziari. Sicché il risarcimento per inadempimento correlato al valore degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione finisce, nella sostanza, col tradire lo spirito dell'odierno giudicato della Suprema Corte.

E ciò che accade anche nella fattispecie qui in esame. Come vedremo, l'indirizzo seguito dal Tribunale di Milano rischia di perpetuare, sul piano delle concretezze, la logica della cd. *nullità*

[23] Mi sia consentito il rinvio a PELLEGRINI, *Sistemi alternativi di composizione delle controversie bancarie*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, tomo II, p.589 ss.

virtuale, facendo ricadere sull'intermediario l'onere di scelte di investimento rivelatesi sbagliate [24].

4. Peculiare rilievo va ascritto al percorso argomentativo seguito dal Tribunale con riferimento alla valutazione dell'adeguatezza dell'operazione.

Al riguardo, va precisato che l'inadeguatezza - anche ai sensi della normativa previgente - va intesa sulla base della riferibilità dell'operazione alla profilatura di rischio dell'investitore. Ciò nel senso che l'intermediario nel consigliare una determinata operazione dovrebbe tener conto, da un lato, della propensione al rischio del cliente, dall'altro, della dimensione dell'investimento correlata all'entità complessiva del patrimonio dell'investitore.

Risulta dalla sentenza che, nella fattispecie in esame, la banca ha puntualmente segnalato l'inadeguatezza dell'operazione e si è preoccupata di conseguire la liberatoria prevista dal comma 3 dell'arte.29 del Regolamento Consob n.11522/1998. D'altra parte, tenuto conto che siamo in presenza di prototipi contrattuali che si

---

[24] Cfr. VENTURI E., *Inaccettabilità di un recente orientamento giurisprudenziale alla luce delle indicazioni della c.d. Mifid*, in *Mondo Bancario*, 2008, n. 1, p. 53 ss. Nello stesso senso anche CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della Mifid. Profili sistematici,* cit., p. 62 ss.

A conferma di ciò si richiama la recente pronuncia del Tribunale di Ravenna che, in data 17 novembre 2010, ha accolto le pretese del cliente (che chiedeva il rimborso del costo sostenuto per l'acquisto di azioni Parmalat tramite *trading online*) dichiarando la nullità del contratto sulla base dell'assunto che l'obbligo della forma scritta a pena di nullità *ex* art. 23 t.u.f. non trova applicazione al solo contratto quadro di negoziazione ma anche a ciascun singolo ordine d'acquisto. La sentenza è in contrasto sia con taluni orientamenti delle Sezioni unite di Cassazione, come si è detto, sia con la comunicazione Consob n. DIN/10047146 del 21 maggio 2010, con la quale l'Autorità ha ribadito che la normativa Mifid non prevede alcun requisito formale per i singoli ordini, che verranno validamente conferiti se l'intermediario (come peraltro nel caso di specie ha accertato lo stesso Tribunale) ha garantito la corretta riconducibilità delle singole disposizioni ai clienti.

richiamano a modelli standardizzati sottoposti all'autorizzazione dell'autorità di settore (la Consob) non sembra costituisca valido motivo di contestazione dell'operato della banca quello che si rifà alla mancanza di una adeguata esplicitazione delle "ragioni" in base alle quali era possibile procedere all'operazione.

È evidente, infatti, che la Consob nella norma regolamentare testè menzionata ha inteso soltanto richiamare la necessità di un *placet* del cliente sulla negoziazione in atto, *placet* rilasciato nonostante l'acquisita consapevolezza di essere in presenza di un'operazione non adeguata.

Pertanto, voler ravvisare in un'errata o riduttiva formulazione di detta autorizzazione ad operare la ragione di una inosservanza della normativa speciale, appare argomentazione non esatta (se non addirittura pretestuosa) che ricostruisce in modalità atecnica l'*agere* dell'intermediario, nell'intento di conformarsi ad un orientamento che, da tempo, si è affermato nelle sedi della giurisprudenza di merito.

Ci si riferisce in particolare alla tesi - da chi scrive in più occasioni ed a lungo contestata[25] – di voler ad ogni costo pervenire nelle controversie in materia bancaria e finanziaria, ad una posizione di condanna della banca, ora realizzata nel riferimento ad una inadempienza che conduce alla risoluzione del contratto, ora, come nel caso di specie, ricercando appigli di natura meramente

[25] Ci sia consentito il rinvio a PELLEGRINI, *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale"*, nota a Tribunale di Venezia, Sezione distaccata di Chioggia, ordinanza 24 novembre 2005, in *Mondo bancario*, 2005, n.6, p..22 ss; ID, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, nota a Trib. Ferrara, sentenza 28 settembre 2007, n.12 agosto 2007, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, II, p. 165 ss.

formale per ravvisare una violazione delle regole di condotta da parte dell'intermediario.

A conferma di ciò e per completezza di informazione, è opportuno richiamare un recente orientamento della Suprema Corte, la quale - sempre in relazione ad una vicenda *ante* Mifid - ha affermato che "in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all' investitore un'informazione adeguata *in concreto*, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di un'operazione non adeguata, può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall' investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute[26].

Sembrerebbe che, con riguardo al test di adeguatezza, il Tribunale di Milano voglia interpretare la normativa vigente all'epoca dei fatti di causa tenendo conto delle indicazioni provenienti dalla nuova regolazione speciale recata dalla direttiva Mifid e dai relativi provvedimenti di attuazione, trascurando ancora una volta di considerare come la normativa speciale non offra elementi sufficienti per addivenire ad una definizione univoca ed oggettiva del concetto di *operazione non adeguata*[27].

---

[26] Così, Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, con nota di VENTURI, *L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione*, in questa Rivista, n.1/2009, parte II, p.1 ss..
[27] Cfr. VENTURI, op. ult. cit.

5. Quanto sopra, se induce a guardare in chiave critica il giudizio espresso dal Tribunale in ordine ad una presunta violazione di una regola di condotta dell'intermediario (art.29, comma 3, regolamento Consob) non incide tuttavia sull'altra valutazione contenuta nella sentenza circa la nullità "della valenza probatoria" del documento prodotto dalla banca a giustificazione dell'intervenuta operazione.

In particolare, vengono qui in considerazione le modalità di recepimento dell'ordine di acquisto di titoli argentini e, dunque, la circostanza che le firme dell'ordine ed il rilascio dello stesso sia avvenuto da parte di uno solo degli intestatari del conto; circostanza dalla quale il Tribunale, come si diceva, ha desunto la nullità probatoria di tale documento.

Anche con riguardo a questa contestazione, tuttavia l'indagine non può limitarsi ad accertarne *tout court* l'assunto. Ed invero, versandosi in presenza di un rapporto bancario cointestato dovrà preventivamente essere verificato se il medesimo preveda la possibilità della firma disgiunta oppure no. Non v'è dubbio che solo nel secondo caso potrà accettarsi come valida la tesi dei magistrati, dovendo diversamente ancora una volta ritenersi che l'organo giudicante vuole ad ogni costo addivenire ad una soluzione di condanna della banca; obiettivo, quest'ultimo, inaccettabile in quanto la sentenza rinuncia a confrontarsi con la logica giuridica espressa *in subiecta materia* da un orientamento sempre

più diffuso (della dottrina e della giurisprudenza) per procedere sulla propria strada ed affermare il proprio diritto[28].

Mirella Pellegrini
Professore Associato di Diritto dell'Economia
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

[28] Cfr. PELLEGRINI, *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale*, cit.