

2011 - N. 4

ISSN: 2036-4873

RIVISTA TRIMESTRALE
DI
DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA DI DOTTRINA E GIURISPRUDENZA

SUPPLEMENTO

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

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.

TEMI E PROBLEMI
DI
DIRITTO DELL'ECONOMIA

**Relazioni svolte al I Master universitario di secondo livello
su ‘Regolazione dell’attività e dei mercati finanziari’
tenutosi presso l’Università LUISS Guido Carli**

I CONTRIBUTI SONO STATI VALUTATI DA L. DIBRINA E D. SICLARI

INDICI – SOMMARI*

- **PRESENTAZIONE** di *Francesco Capriglione*

I - FATTISPECIE OGGETTIVA E PROFILI SOGGETTIVI DELLA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI di *Federico Grigi*

INTRODUZIONE 1

CAPITOLO I - PROFILI OGGETTIVI

1.	Principi ed inquadramento normativo europeo	3
2.	Raccomandazione personalizzata su “determinati strumenti” alla luce del TUF	5
3.	L’oggetto del contratto	7
4.	Strumenti per l’esercizio dell’attività di consulenza	10
5.	Consulenza “accessoria” e ”strumentale”	12

CAPITOLO II - PROFILI SOGGETTIVI

1.	La classificazione della clientela	14
2.	<i>Segue.</i> Lo scambio informativo: la valutazione di appropriatezza	15
3.	<i>Segue.</i> La valutazione di adeguatezza	17
4.	I principi generali di comportamento	19
5.	Gli oneri informativi dell’intermediario verso il cliente	21
6.	I conflitti di interesse	23
7.	Professionalità, indipendenza e riforma dei controlli nell’ordinamento britannico	25

Conclusioni 29

Riferimenti bibliografici 32

* I contributi sono presentati seguendo l’ordine alfabetico dei nomi degli autori

II - LA DISCIPLINA DEI NUOVI REQUISITI PATRIMONIALI IMPOSTI DALLE REGOLE DI BASILEA 3. IMPLICAZIONI E PROSPETTIVE PER IL SISTEMA BANCARIO di *Vanessa Manzi*

INTRODUZIONE 36

CAPITOLO I - EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA RELATIVA AGLI ACCORDI DI BASILEA SUL CAPITALE

1.	Basilea 1: una prima armonizzazione degli <i>standard</i> patrimoniali	42
2.	Il passaggio a Basilea 2 ed il «pilastro» dei requisiti minimi di capitale	46
3.	Basilea 2 alla prova della crisi: limiti e prospettive di riforma	50

CAPITOLO II - IL PROGETTO DI BASILEA 3 NEL CONTESTO DELLA REGOLAMENTAZIONE PRUDENZIALE DEL CAPITALE BANCARIO

1.	L'innalzamento del livello quantitativo e qualitativo del patrimonio di vigilanza	55
2.	L'introduzione dei cd. <i>capital buffers</i> : stabilità e contrasto del rischio sistemico	58
3.	Profili definitivi del <i>non-risk-based leverage ratio</i>	62

CAPITOLO III - ANALISI DELL'IMPATTO SUGLI OPERATORI E SUL SISTEMA ECONOMICO

1.	Le indagini sui possibili effetti di Basilea 3 nel periodo di <i>grandfathering</i>	65
2.	<i>Segue</i> : l'interazione con le dinamiche operative delle imprese bancarie	70
3.	L'implementazione di Basilea 3 nel sistema bancario italiano	73

Considerazioni conclusive 77

Riferimenti bibliografici 82

III - EUROPA E FONDI SOVRANI. REGOLAZIONE, GOVERNANCE, VIGILANZA di *Francesca Monaco*

INTRODUZIONE 86

CAPITOLO I - L'OGGETTO E LE RAGIONI DEL DIBATTITO

1. L'oggetto del dibattito 88
2. I “meriti” dei fondi e i motivi di preoccupazione 90
3. I fondi sovrani e la governance delle società 92
(segue:) Il conflitto di interessi del “socio sovrano” 95
4. Il controllo giudiziale sul trattamento dei FoS. Cenni 97

CAPITOLO II - LA REGOLAZIONE INTERNAZIONALE E COMUNITARIA

1. Il Fondo Monetario Internazionale 99
2. L’Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico 101
3. L’Unione Europea 103

CAPITOLO III - LA REGOLAZIONE NAZIONALE

1. Premessa 106
2. Germania e Francia: l’approccio di hard law 107
3. Regno Unito: l’approccio di soft law 112
4. Italia 114

Conclusioni 121

Bibliografia 124

IV - I COVENANT NEI CONTRATTI DI FINANZIAMENTO. PROFILI INTRODUTTIVI di *Maria Pia Peluso*

CAPITOLO I - FUNZIONE ECONOMICA E FORMA GIURIDICA DEI COVENANT

1. I covenant. Note introduttive 127
2. I covenant: strategia per alleviare i problemi di agency 129
3. L'efficacia deterrente dei covenant 131

CAPITOLO II - STRUTTURA E RESPONSABILITÀ DEL CONTROLLO

4.	Il contenuto dei covenant	134
5.	Validità dei covenant nell'ordinamento italiano	137
6.	La responsabilità del finanziatore/banca nell'esercizio del controllo derivante dai covenant	140

Considerazioni conclusive	146
---------------------------	-----

Bibliografia	150
--------------	-----

V - CONGLOMERATI FINANZIARI: EFFETTI POSITIVI E RISCHI A CONFRONTO ALLA LUCE DELL'ATTUALE CRISI DI SISTEMA E DI UN'EMBRIONALE NORMATIVA DI SETTORE di *Concetta Pizzoferrato*

INTRODUZIONE	152
--------------	-----

CAPITOLO I - IL PROCESSO DI CONVERGENZA E DI INTEGRAZIONE TRA INTERMEDIAZIONE BANCARIA E ASSICURATIVA

1.1	Ragioni della crescente integrazione	153
1.2	I punti chiave: la deregolamentazione	154
1.3	(segue): l'innovazione tecnologica e finanziaria	156
1.4	(segue): la globalizzazione cenni e rinvio	157

CAPITOLO II - CARATTERISTICHE, STRUTTURA OPERATIVA E PROFILI DI REGOLAMENTAZIONE DEI CONGLOMERATI FINANZIARI

2.1	La genesi dei conglomerati finanziari	158
2.2	Le principali forme di accordo	161
2.3	Modelli di conglomerato finanziario	165
2.4	Rischi, regolamentazione e vigilanza sui conglomerati	169
2.4.1	(segue) La politica di adeguatezza patrimoniale	171
2.4.2	(segue) Alcune possibili implicazioni per la stabilità finanziaria	174

Conclusioni	177
Bibliografia	179

VI - CONGLOMERATI FINANZIARI E MISURE DI VIGILANZA SUPPLEMENTARE di *Alessio Tucciarelli*

PREMESSA	180
----------	-----

CAPITOLO I - I CONGLOMERATI FINANZIARI ED IL RUOLO DELLA VIGILANZA SUPPLEMENTARE

1.1	I profili normativi: la direttiva 2002/87/CE	181
1.2	(segue) il d. Lgs. 142/05: nozione, caratteristiche strutturali ed operative minime dei conglomerati finanziari	186
1.3	Le finalità della vigilanza supplementare	192

CAPITOLO II - LE MISURE DI VIGILANZA SUPPLEMENTARE

2.1	L'adeguatezza patrimoniale	197
2.2	La concentrazione dei rischi e le operazioni intragruppo	200
2.3	I controlli interni e procedure di gestione dei rischi	202
2.4	Il ruolo ed i poteri del coordinatore	203
2.5	I poteri delle autorità di vigilanza	205

Conclusioni	209
-------------	-----

Bibliografia	219
--------------	-----

Appendice – Tavole statistiche	221
--------------------------------	-----

PRESENTAZIONE

Al termine di un intenso anno di frequenza al *Master universitario* di secondo livello in 'Regolazione dell'attività e dei mercati finanziari', tenuto presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma, i partecipanti al medesimo hanno presentato un elaborato su specifiche tematiche trattate nel corso delle lezioni.

La qualità di tali lavori mi induce a promuovere la diffusione di alcuni di essi, mediante pubblicazione in forma saggistica in un *supplemento* della 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia', edita dalla 'Fondazione Gerardo Capriglione Onlus'. È un'iniziativa, questa, che - nel consolidare i risultati positivi raggiunti nello studio della materia bancaria, finanziaria ed assicurativa - segna un giusto riconoscimento al merito di coloro che si sono profusi con significativo impegno nell'approfondimento delle tematiche proprie del Diritto dell'Economia.

In un momento difficile della vita del Paese - e, più in generale, nella prospettiva di una riaffermata esigenza di procedere all'innovazione, alla ricerca, quali strumenti per la lotta alla disoccupazione giovanile e per l'avvio di forme di sviluppo economico sostenibile - è di conforto la consapevolezza di poter contare su 'nuove forze' che hanno trovato in centri universitari di eccellenza la possibilità di accrescere le proprie potenzialità, da destinare al servizio della cosa comune, oltre che al proprio personale benessere.

Roma, dicembre 2011

Francesco Capriglione

I - FATTISPECIE OGGETTIVA E PROFILI SOGGETTIVI DELLA CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI

INTRODUZIONE

Non si esagera se si usa l'aggettivo "epocale" per descrivere il momento critico che sta interessando la regolamentazione finanziaria, e più in generale la vigilanza europea sui mercati finanziari. Per fronteggiare la crisi e restituire fiducia agli investitori, le istituzioni comunitarie hanno elaborato e posto in essere una nuova architettura dei controlli in materia bancaria e finanziaria.

In particolare, dal 1 gennaio 2011 si è avuta la nascita di nuove *authorities* europee tra cui l'ESMA (*European Securities and Market Authority*), l'ESAS, (*European Supervisory Authorities*), l'EBA (*European Banking Authority*) e l'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).

Così è stato anche per l'ESRB (*European Systemic Risk Board*) che ha il compito di monitorare il livello di rischio sistemico del mercato finanziario europeo con particolare riferimento al processo di "*delivering related risk warnings*". Pertanto, si è passati dal previgente modello basato sulla non perfetta composizione dei comitati di terzo livello (CESR, CEBS, e CEIOPS) ad un sistema basato su specifiche competenze¹. Tali nuove autorità insieme all'ESRB si affiancano alle autorità di vigilanza nazionali al fine di costituire un nuovo sistema europeo di supervisione finanziaria denominato ESFS (*European System of Financial Supervision*).

Restringendo il campo di analisi al vigente *framework* normativo dei mercati finanziari, va preliminarmente rilevato come la regolamentazione del servizio di consulenza in materia di investimenti viene considerata per molti aspetti un miglioramento per gli investitori, a tutela dei quali la MiFID ha generato un sistema che mira ad offrire una consulenza esperta e trasparente senza sacrificare l'aspetto remunerativo dell'investimento².

¹ Cfr. MOLONEY, *The European Securities and Market Authority and the institutional design for the EU financial market – a tale of two competencies: Part 1: rule – making*, in *European Business Organization Law Review*, 12/2011, pp. 41-86, quando afferma che "*broadly, the ESAs are conferred with quasi-rule-making powers, a range of supervisory powers which extend across a spectrum from convergence activities to (limited) direct supervisory powers over market actors, and extensive information-gathering powers*".

² Cfr. più diffusamente CAPRIGLIONE, *Finalità della supervisione ed articolazione dei*

Il nuovo servizio di consulenza – che consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, su richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento – ha tuttavia un perimetro oggettivo e soggettivo notevolmente ampliato da scelte di *drafting* legislativo poco chiare e che hanno destato non poche perplessità interpretative³.

In tale sede, non è possibile svolgere un esame comprensivo dell'ampia materia, per cui ci si concentrerà sulle principali caratteristiche della consulenza finanziaria come autonomo servizio di investimento ed i rapporti tra i soggetti abilitati al servizio ai sensi del Decreto Legislativo 24 Febbraio 1998, n. 58 - Testo Unico della Finanza (di seguito "*t.u.f.*") e la loro clientela.

Preliminarmente si farà cenno ai principi regolatori *in subiecta materia*, per poi esaminare i profili oggettivi, soffermandosi sull'elemento della personalizzazione in sede di prestazione del servizio. Si procederà poi all'analisi dell'oggetto del contratto e alla intervenuta eliminazione del riferimento ad un numero minimo di strumenti che vanno a costituire il paniere di scelta dell'operato del consulente. A seguire, si darà conto del *discrimen* insito nell'attività di consulenza rispetto ad attività ancillari e strumentali ad altri servizi di investimento.

La seconda parte tratta della consulenza dal punto di vista soggettivo, partendo dalle tipologie in cui può essere classificata la clientela, in base anche allo scambio informativo costituito dalle valutazioni di appropriatezza ma soprattutto di adeguatezza.

A ciò si aggiunge l'analisi dei principi generali che regolano il rapporto tra intermediario-consulente finanziario ed il proprio cliente, puntualizzando i reciproci doveri informativi e illustrando il persistente conflitto d'interessi che è connaturato alla fattispecie. Infine, verranno brevemente illustrate le più recenti evoluzioni della regolamentazione in tema di consulenza finanziaria nell'ordinamento britannico, che condurranno ad alcune riflessioni sui possibili sviluppi della disciplina, comunitaria e nazionale.

controlli pubblici, in Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, tomo I, 2010, p. 249 ss.

³ Le incongruenze della nuova formulazione sono state definite da ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, IV ed., 2008, Torino, p. 167, il quale si sofferma sulle difficoltà di assumere una posizione univoca sulla disciplina.

CAPITOLO I - PROFILI OGGETTIVI

1. Principi ed inquadramento normativo europeo

Nel lungo *iter* di costruzione di un mercato finanziario europeo, il decreto legislativo n. 164 del 17 settembre 2007 rappresenta un punto di svolta nell'ordinamento nazionale, in quanto recepisce le due direttive MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*), n. 2004/39/CE (cd. MiFID I) e n. 2006/73/CE (cd. MiFID II, attuativa della prima), che insieme al Regolamento 1287/2006 costituiscono il c.d. "sistema MiFID". La volontà di attuare nel nostro Paese tale modello disciplinare va ascritta all'azione comunitaria iniziata nel 1999, quando la Commissione Europea adottò il FSAP⁴, (c.d. *Financial Instruments Action Plan*, meglio noto col nome di "Piano d'azione per i servizi finanziari").

Il "sistema MiFID" risponde metodologicamente al piano Lamfalussy (*Lamfalussy process*)⁵, ovvero una particolare tecnica di regolamentazione che si basa su quattro livelli: il Parlamento ed il Consiglio Europeo adottano direttive e regolamenti stabilendo i *core values* della disciplina e le linee guida per la sua attuazione; il procedimento di elaborazione passa alla Commissione che con l'aiuto di comitati tecnici provvede a dare esecuzione agli atti del livello precedente; successivamente vengono coinvolte le autorità di vigilanza nazionali che cercano di coordinarsi tra loro per ottenere una disciplina derivata uniforme e coerente; infine, la Commissione verifica il recepimento, i meccanismi di *compliance* e l'esecutività da parte degli Stati Membri dei principi e delle elaborazioni delle precedenti fasi⁶.

In concreto, il d.lgs. n. 164/2007 ha dunque riportato⁷ la consulenza finanziaria tra i servizi di investimento a pieno titolo, e non più meramente

⁴ Il FSAP è un elemento chiave del tentativo dell'Unione Europea di creare un mercato unico per i servizi finanziari sia per chi vi guardi come ad un'alternativa di finanziamento rispetto al credito bancario, sia per la clientela finale dei prodotti finanziari. L'iniziativa è da attribuire al Consiglio Europeo che si tenne nel Giugno 1998 a Cardiff, in cui veniva richiesto alla Commissione Europea di "*to table a framework for action....to improve the single market in financial services, in particular examining the effectiveness of implementation of current legislation and identifying weaknesses which may require amending legislation*". La Commissione reagì con 42 articoli concordati nel Consiglio Europeo di Vienna nel Dicembre successivo (1998), portando all'emanazione del FSAP da parte della Commissione l'11 Maggio 1999.

⁵ Dal nome del *chair* del comitato europeo di consulenza in materia di sviluppo di un mercato unico per i servizi finanziari: il *Lamfalussy process* venne teorizzato per la prima volta nel 2001.

⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009.

⁷ Il legislatore italiano, già all'inizio degli anni '90 (con la L. 2 gennaio 1991, n. 1), aveva

accessorio⁸, e riservandone la prestazione ad intermediari, consulenti finanziari e alle società di consulenza finanziaria.

Tale “ritrovata” qualificazione giuridica ha comportato un cambio di prospettiva dell’istituto della consulenza: il fulcro dell’attività ora non è più incentrato sul successivo servizio d’investimento (ad esempio, il collocamento) ma quella che era un’attività funzionale alla “commercializzazione” di un prodotto finanziario assume pari dignità – agli occhi del cliente finale - rispetto all’oggetto della consulenza stessa.

Ed infatti il t.u.f., rifacendosi alla direttiva MiFID stabilisce che per “consulenza in materia di investimenti” si intende *"la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario"*⁹.

Tuttavia, non può escludersi che accanto alla consulenza vera e propria, vi sia anche una sorta di istituto parallelo, la c.d. consulenza “incidentale”, che consiste nel fornire informazioni e indicazioni circa un determinato prodotto o servizio, in sede di vendita o collocamento dello stesso. Si riteneva che tale attività non configurasse un'autonoma attività di consulenza, bensì una generica attività strumentale al collocamento del servizio o del prodotto in questione¹⁰.

La distinzione rileva nella misura in cui la consulenza viene considerata una semplice informativa relativa ad un’operazione su uno strumento finanziario oppure in una raccomandazione vera e propria che integri un consiglio, una proposta, ovvero un giudizio e/o una valutazione sulla rilevanza dei fatti e/o eventi ai fini delle scelte di investimento del cliente.

contemplato la consulenza fra le attività di intermediazione mobiliare riservate alle Sim e alle banche, in ragione dell'idoneità del servizio in esame ad influenzare le decisioni di investimento degli investitori. Il declassamento di tale attività a semplice servizio accessorio - avvenuto successivamente con il d.lgs 23 luglio 1996, n. 415 (c.d. Decreto Eurosim) - e la conseguente sottrazione alla riserva di attività furono la conseguenza del recepimento della Direttiva n. 93/22/CEE, che ricomprendeva, appunto, tale attività nell'elenco dei "servizi accessori".

⁸Secondo il Considerando no. 3 della Direttiva MiFID 1, il ritorno della consulenza nel novero dei servizi di investimento, è stato reso necessario dalla *"increasing dependence of investors on personal recommendations"*.

⁹Così l'art. 1, comma 5-*septies*, d.lgs n. 58/1998.

¹⁰Cfr. GUFFANTI, *Il servizio di consulenza: confini della fattispecie*, in *Società*, 2011, n. 5, p. 555.

2. Raccomandazione personalizzata su “determinati strumenti” alla luce del t.u.f.

La recente evoluzione della disciplina in materia di consulenza finanziaria ha destato non poche perplessità nel dibattito scientifico, tanto da indurre autorevoli esponenti del mondo accademico a parlare dell’attuale configurazione della consulenza come quella di un “*oggetto misterioso della nuova disciplina del mercato finanziario*”¹¹. Allo stesso tempo, tuttavia, va da subito rilevato come l’estrema volatilità della disciplina e i frequenti cambiamenti intervenuti, si ascrivano in prevalenza (se non del tutto) alla necessità di far fronte agli impegni comunitari¹², che appaiono ad alcuni privi di una *ratio* del tutto chiara e omogenea¹³.

Nel processo di recepimento delle norme comunitarie si sono manifestati alcuni paradossi, o quantomeno delle incertezze normative. In via preliminare, si rileva come l’attuale disciplina interna non abbia beneficiato di un’auspicabile *reductio ad unum* delle norme pertinenti, trovandosi ora il servizio ad essere regolato, da un lato, dal Regolamento Consob 16190 (Regolamento Intermediari), dall’altro dal recente Regolamento Consob 17130 del 2010 (Regolamento Consulenti) e successive modifiche ed integrazioni (per i consulenti persone fisiche e le società di cui all’articolo 18-ter t.u.f.).

In secondo luogo, per esplicita scelta del legislatore comunitario, il contratto di consulenza non richiede più, a differenza di tutti gli altri contratti finanziari¹⁴, la forma scritta¹⁵ quale condizione necessaria per il suo perfezionamento.

¹¹ Così ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. Dir. Priv.*, no. 2/2008, 485 ss.. Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, ne *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una fattispecie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 3/2009, 383 ss., con riferimento alla fattispecie, parla di “*zone d’ombra circa i suoi esatti confini*”. Dello stesso Autore, conformemente, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, 2010, 605 ss.; PARRELLA, *La Consulenza in materia di investimenti*, in D’APICE (a cura di), *L’attuazione della MiFID in Italia*, 2010, 184 ss..

¹² Dopo la legge 1/1991 che ha definito per la prima volta l’istituto, questo è stato oggetto di numerose riforme. La direttiva 93/22/CEE c.d. *ISD* ha visto la propria attuazione con il d.lgs 416/96 *Eurosim*.

¹³ Il riferimento è alle riflessioni di ROPPO, *Promotori finanziari e mercato del risparmio. Un mercato che cambia, una professione che cresce*, in *Dir. banca merc. fin.*, 15/2008, 16 ss..

¹⁴ Già l’art. 6 della legge 1/1991 prevedeva la forma scritta per tutti i contratti di intermediazione mobiliare. Anche i successivi d.lgs 415/96, all’art. 18, e la prima edizione del t.u.f., ex art. 23, hanno confermato tale previsione. Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da COTTINO, 2004, p. 269 ss; cfr. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996. 60

Tale opzione è rinvenibile nell'articolo 39 della direttiva n. 2006/73/CE¹⁶, che deroga così al principio generale di obbligatorietà di tale forma previsto, in generale, per i contratti tra impresa e cliente e previsto dall'articolo 19, paragrafo 7 della direttiva di I livello 2004/39/CE¹⁷. Parallelamente, infatti, le attuali norme di settore italiane (articolo 23 del *t.u.f.* come modificato dal d.lgs. 164/2007), richiedono la forma scritta per tutti i contratti “*escluso il servizio di cui all'articolo 1, comma 5, lettera f)*”¹⁸, affievolendo la rigidità da un sistema a forma vincolata a uno a forma libera¹⁹ per un singolo servizio di investimento.

Tuttavia, se è di certo chiara l'intenzione di favorire la celerità delle operazioni nei casi in cui la consulenza rientri in un ambito più ampio di operatività c.d. “*multi service*”²⁰, è ipotizzabile che nella pratica difficilmente gli *adviser* in senso stretto si accontenteranno di un contratto concluso non in forma scritta²¹.

ss.; LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, n. 1, p. 777.

¹⁵ Cfr. FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di risparmio tra nuova e vecchia disciplina*, in *Banche consumatori e tutela del risparmio*, a cura di AMBROSINI –DEMARCHI, Milano, 2009, p. 172.

¹⁶ Va aggiunto all'articolo 39 anche quanto detto nel *considerandum* numero 41 della direttiva di II livello: “*La presente direttiva prescrive alle imprese di investimento che forniscono servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti a nuovi clienti al dettaglio di concludere un accordo di base scritto*”.

¹⁷ “*Le imprese di investimento predispongono una registrazione che comprende il documento o i documenti concordati tra l'impresa di investimento ed il cliente in cui sono precisati i diritti e gli obblighi delle parti nonché le altre condizioni alle quali l'impresa fornirà servizi al cliente.*” – Art. 19, comma 7, Direttiva 2007/39/CE.

¹⁸ Art. 23 comma 1 *t.u.f.*.

¹⁹ Cfr. ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.* 2008, n. 2, p. 489 ss. L'Autore non indugia sulle difficoltà del legislatore di Bruxelles, enfatizzando questa caratteristica del servizio di consulenza come uno dei sintomi: la mancanza di una adeguata tipizzazione rende la fattispecie *oggetto misterioso* della nuova disciplina comunitaria.

²⁰ Cfr. ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia*, Torino 2009, 469, non manca di rilevare che anche una declaratoria di nullità comunque non potrebbe mai portare alla nullità dell'ordine impartito dal cliente: questo è infatti giuridicamente indicato in un altro contratto. Si dovrebbe invece limitare alla restituzione dell'indebito (2033 cc..) e al risarcimento del danno. La portata dei rimedi viene quindi ridotta notevolmente se paragonata con quelle a disposizione di altre forme di contratti di investimento. Cfr. ad esempio, Trib. Milano Sez VI. 11 aprile 2008, con nota di BRUTTI, in *Le Società*, 6/2009, 479 ss..

²¹ I profili di responsabilità ed onere probatorio legati alla forma della contratto di consulenza sono ben esaminati da SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto d'interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosim” e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *banca borsa e tit. cred.*, 3/2011.

3. L'oggetto del contratto

Il t.u.f. definisce²² la consulenza in materia di investimenti come “*la prestazione di raccomandazioni “personalizzate” a un cliente, dietro sua iniziativa o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario*”²³.

Il carattere personale della raccomandazione su strumenti finanziari costituisce l'elemento cardine di tale definizione, il che non libera da alcune difficoltà classificatorie in determinati casi limite. D'altra parte, è stato rilevato come manchino nella stessa altri elementi della consulenza, quale l'indipendenza e l'onnicomprendività²⁴.

Nell'analizzare le opacità della definizione, può essere certamente utile fare riferimento ai preamboli delle direttive, in particolare i numeri 79, 81, 82, 83 della direttiva di secondo livello²⁵. Se per un verso non aiuta, perché non decisivo, guardare al momento dell'iniziativa della raccomandazione che può presentarsi “*dietro sua richiesta [del cliente] o per iniziativa del prestatore del servizio*”²⁶, è d'altro canto opportuno soffermarsi sulla sfera di applicazione della personalizzazione della stessa e dell'oggetto sottostante e inerente una o più operazioni finanziarie.

Quando dunque la raccomandazione può definirsi personalizzata? La direttiva al riguardo è chiara, riferendosi alla personalizzazione come individualizzazione. Ed invero, si osserva che “*a personal recommendation is a recommendation that is made to a person in his capacity as an investor or potential investor, or in his capacity as an agent for an investor or potential investor. That recommendation must be presented as suitable for that person, or must be based on a consideration of the circumstances of that person, and must constitute a recommendation to take one of the fol-*

²² La comunicazione Consob DIN/9076005 del 18 agosto 2009, la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*, dà l'interpretazione autentica di questa norma definendola espressione della medesima disciplina sostanziale sottostante.

²³ Così l'articolo 1 comma 5-septies t.u.f..

²⁴ Prendendo a riferimento lo statuto del soggetto prestatore del servizio in rapporto con l'oggetto della raccomandazione, si può rinvenire il richiamo alla cosiddetta *indipendenza soggettiva ed oggettiva*: tuttavia entrambi i requisiti vengono meno con la disciplina post-MiFID. Cfr. PARRELLA, *Contratti di consulenza finanziaria*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli – Lener, tomo I, Torino, 2011.

²⁵ L'articolo 1 comma 5 septies costituisce una pedissequa trasposizione delle disposizioni comunitarie degli articoli 4, paragrafo 1 numero 4) della direttiva di I livello insieme all'articolo 52 della direttiva di livello 2.

²⁶ Di *andamento biunivoco* parla ZITIELLO, *op. cit.*, p. 446. In questa maniera, si spiega, “*privilegiando un approccio di carattere sostanziale, si sancisce una sorta di indifferenza del flusso direzionale dell'attività, [...] evitando così facili elusioni*”.

*lowing sets of steps [...]''*²⁷. Sul punto il legislatore italiano ha seguito fedelmente l'approccio definitorio comunitario²⁸ ed è pertanto doveroso fare riferimento a un destinatario ben determinato, ovvero il singolo cliente inquadrato in una relazione *vis-à-vis* con il consulente²⁹.

Nel contempo, un rapporto diretto tra i soggetti porta il legislatore a escludere, dal novero delle attività di consulenza, la pubblicazione attraverso canali di grande distribuzione delle informazioni, poiché non foriera di un giudizio sulle esigenze e sul profilo di un singolo cliente³⁰. Tale giudizio, infatti, deve sempre scaturire da un precedente flusso informativo cliente-intermediario, difettando il quale l'intermediario deve astenersi dal porre in essere il servizio³¹.

Non possono essere incluse nel perimetro della consulenza le attività che difettano del requisito della personalizzazione. Si tratta delle *raccomandazioni generali*, della *ricerca in materia d'investimenti* e dell'*analisi finanziaria*, tutte rientranti di conseguenza nei servizi accessori liberamente esercitabili³². La ricerca, però, pone alcuni problemi interpretativi, acuiti soprattutto in tempi recenti in virtù della maggiore offerta *online* di strumenti di selezione di titoli personalizzabile da parte dello stesso utente: in questo caso diventa delicato e allo stesso tempo pericoloso distinguere

²⁷ Così l'articolo 52 della direttiva di secondo livello 2006/73/CE e l'articolo 1 comma 5 *septies* del t.u.f., come richiamati da CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 106.

²⁸ Art. 52 della direttiva di livello II 2006/73/CE.

²⁹ Così DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi*, in *Dir. Banca e Mer. Fin.*, 2008, n. 3, p. 402.; ZITIELLO, *op. cit.*, p. 447, parla di *bi-lateralità*, riprendendo il termine impiegato dalla Consob nelle sue considerazioni. Come già visto, il rapporto può essere garantito anche dall'ausilio di promotori e attraverso lo strumento internet.

³⁰ Sic ZITIELLO, *op. cit.*, p. 446. Come la stessa Autorità di vigilanza ha avuto modo di specificare "*Resta, dunque, una distinzione fra la configurazione della fattispecie "consulenza" e la disciplina della stessa (incentrata, come noto, sulla necessaria valutazione di adeguatezza delle raccomandazioni fornite)*" (comunicazione Consob n. 9076005 del 18 agosto 2009). C'è quindi uno iato tra la fattispecie e la sua disciplina; e se ne ricava che una raccomandazione presentata come adatta e in realtà carente da questo punto di vista rientra nella fattispecie di consulenza, con tutte le conseguenze valutabili in tema di responsabilità.

³¹ Si veda la comunicazione Consob n. 8080252 del 28 agosto 2008 sulla profilatura della clientela, che richiama l'articolo 39 comma 6 del Regolamento Intermediari: in caso di mancato ottenimento delle informazioni è prescritta l'astensione.

³² Art. 1 comma 6 lettera f). La comunicazione Consob DIN/9076005 del 18 agosto 2009 traccia prima differenza tra i servizi accessori e quelli d'investimento: questi ultimi godono di una definizione legislativi, mentre per i primi il legislatore non ha ritenuto opportuno procedere alla medesima operazione definitori. La citata comunicazione consente l'impiego di canali di comunicazione come internet, con il limite della dotazione di appositi strumenti atti a garantire la comunicazione diretta tra cliente e intermediario, predisponendo ad esempio un'*area riservata* con password.

una attività di ricerca siffatta da una attività di consulenza fornita dal gestore del sito.

Sul fronte oggettivo, la raccomandazione riguarda “*una o più operazioni*” su di un “*determinato strumento finanziario*”³³. Il riferimento ad un’unica operazione allarga in maniera rilevante l’ambito di applicazione della normativa, che ora tocca anche i casi in cui si fornisce un consiglio sulla singola operazione, a seguito di una valutazione tarata specificamente sul cliente, fattispecie esclusa in passato, allorché si richiedeva la configurazione di una prestazione che includesse una serie di raccomandazioni prestate dallo stesso intermediario³⁴.

Con effetti per certi versi paradossali, estendere notevolmente l’area di copertura della nozione di consulenza (si ricorda esser venuto meno il requisito d’indipendenza, l’attuale onnicomprensività dei titoli considerati nonché l’intervenuta abilitazione di diritto per tutti gli intermediari autorizzati alla prestazione di un servizio di investimento al 31 ottobre 2007)³⁵ vuol dire creare nuovi dubbi interpretativi per attività che ricadono in zone “grigie”: si è in effetti abbandonata una visione più restrittiva della consulenza, soffrendo ora di un *trade-off* in termini di circoscrizione della stessa area del servizio.

Ciò si sostanzia dunque in una maggiore incertezza nelle zone di confine, come nel caso in cui diventi difficile stabilire il limite con la gestione di portafogli, quando vengono combinate attività di consulenza e operazioni. Sul punto le già citate linee guida Consob hanno evidenziato come “*particolarmente difficile sul piano del fatto sarebbe dimostrare di non aver svolto una vera e propria consulenza in materia d’investimenti, per quegli operatori che, sulla base di scelte astratte, optassero per la fornitura ad es., di un servizio di collocamento o di ricezione e trasmissione*

³³ Posto che la criticità di quanto disposto sta nella valutazione che lo strumento sia “determinato”, DE MARI giustamente si sofferma sul significato di *strumento finanziario*, definizione questa idonea ad escludere la consulenza su valute, prodotti finanziari che non siano al contempo strumenti (e dunque le altre emissioni di banche e assicurazioni). Non è ricompresa nella consulenza in esame la consulenza alle imprese. Cfr., dello stesso Autore, *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia di investimenti (ragioni di una distinzione)* in *Le Società*, 7/2009, 401 ss..

³⁴ A partire dal 1994 la Consob connotava la disciplina “*c) dall’inesistenza di limiti predeterminati in capo al consulente circa gli investimenti da consigliare*”, pertanto l’attività di consulenza esulava nel caso di un singolo consiglio *spot*. Nelle risposte a quesito nn. 98080597/1998, 99023323/1999, 18568/2000, 30441/2000, 81423/2000, 1047275/2001 e 1071590/2001 è possibile rinvenire l’ampio seguito che ha avuto tale orientamento.

³⁵ Cfr. D.lgs. 164/2007, articolo 19, comma 8. In dottrina, cfr. COSTI, *op. cit.*, p. 134, e ZITIELLO, *op. cit.*, p. 462 ss.

*ordini, in abbinamento con un servizio denominato di “consulenza generica”*³⁶.

Nel tentativo di ricercare un *discrimen* tra l'attività analizzata e i rimanenti servizi finanziari, si deve sempre tenere in considerazione l'elemento dell'*adeguatezza* (vedi par. 0, Cap. II): solo al termine di una procedura di valutazione volta a stabilire se un determinato strumento sia adatto al cliente, può parlarsi di consulenza, escludendosi in tal modo i casi in cui un'analisi dello strumento vi sia stata, ma al solo al fine di illustrare le caratteristiche del prodotto senza relazionare lo stesso con le caratteristiche del cliente. Ciò tanto se il consiglio è dato su richiesta di quest'ultimo, tanto se rientra all'interno di una più generale pianificazione finanziaria.

4. Strumenti per l'esercizio dell'attività di consulenza

In sede di riforma è emerso come si sia stata ristretta la base minima che caratterizza l'attività di consulenza. Prima della MiFID in capo al consulente non vi erano “*limiti predeterminati [...] circa gli investimenti da consigliare*”³⁷: il consulente rimaneva libero di consigliare l'investimento più adeguato sulla base di un adeguato paniere di beni³⁸ in posizione di indipendenza *oggettiva*.

La MiFID ha eliminato il riferimento a un numero di strumenti minimo, focalizzando piuttosto l'attenzione sulla valutazione di adeguatezza dello strumento, anche isolato, sul quale il consiglio deve essere fornito³⁹; non viene più effettuata (necessariamente) la valutazione di un intero pa-

³⁶ “*Infatti, posto che qualsiasi riferimento specifico all'inidoneità di un singolo strumento finanziario rispetto alle caratteristiche personali del cliente integrerebbe prestazione al cliente di un servizio di consulenza vero e proprio (governato dalla regola di adeguatezza e non di appropriatezza) occorre che scelte quale quella prefigurata siano opportunamente vagliate al fine di individuare i concreti meccanismi, processi e strumenti di controllo eventualmente in grado di renderle effettivamente implementabili*”. Così la Consob nelle citate *Linee guida*.

³⁷ In tal senso le Comunicazioni DI/7578 del 2 febbraio 2000, DI/18568 dell'8 marzo 2000, DI/30441 del 21 aprile 2000, DIN/76482 del 17 ottobre 2000.

³⁸ In questo senso, tra i vari, ZITIELLO, *op. cit.*, p. 438 e PARRELLA, *Contratti*, cit., 860 ss..

³⁹ Cfr. DE MARI, *La consulenza*, cit., 405, e SCIARRONE ALIBRANDI, *Il Servizio*, cit., 398 ss.. La perdita del requisito di indipendenza sembra essere strettamente collegata al numero minimo di strumenti per entrambi gli Autori.

niere ma si può rispondere anche al quesito di adeguatezza sulla singola fattispecie di strumento finanziario⁴⁰.

Tale approccio consente l'applicazione dei parametri dell'*adeguatezza* (vedi il par. 3, Cap. II) a un numero più ampio di attività, offrendo una più estesa protezione all'investitore.⁴¹

Parallelamente, la consulenza secondo la MiFID, da un punto di vista soggettivo, è certamente più libera nelle modalità, potendo essere prestata anche da intermediari *multiservice* (anche attraverso i loro promotori)⁴², coi soli limiti della adeguatezza⁴³ e della gestione del conflitto di interessi (vedi più diffusamente, par. 0, Cap. II) che eventualmente può sorgere proprio nei casi in cui lo stesso soggetto svolga anche altre attività.

Quanto sinteticamente esposto non implica, chiaramente, la scomparsa della consulenza intesa come attività *imparziale di ricerca* su un paniere di strumenti adatti all'investimento, come conosciuta ante-MiFID: operativamente, gli intermediari e gli altri operatori non hanno in effetti stravolto le modalità di prestazione del servizio. La nuova consulenza, tuttavia, *ricomprende* la previgente formulazione, in un rapporto di *genus a species* e l'intermediario può ben operare in posizione di indipendenza soggettiva, essendo tale caratteristica un *quid pluris* rispetto a quanto richiesto dalla normativa, che può eventualmente giovare al cliente e favorire la concorrenza tra intermediari stessi⁴⁴.

⁴⁰ In tema di consulenza ogni consiglio viene *presentato* come adeguato al cliente, se poi non lo fosse ci si troverebbe davanti a casi di cattiva consulenza: sono prevedibili in tal caso le conseguenze in materia di responsabilità.

⁴¹ Gli intermediari hanno optato per un'applicazione generalizzata della disciplina di adeguatezza, aumentando i costi, anche informativi, ma allo stesso tempo abbassando il livello di qualità delle verifiche di adeguatezza.

⁴² In questo caso l'attività è comunque prestata per conto dell'intermediario.

⁴³ Tanto l'articolo 19 comma 2 Regolamento Consulenti, quanto l'articolo 39 comma 1 Regolamento Intermediari impongono la valutazione dell'adeguatezza anche con riferimento alla frequenza con cui svolgere una *serie* di operazioni.

⁴⁴ Così DE MARI, *La consulenza*, cit., p. 412, che parla di *recupero* della neutralità attraverso il conflitto di interessi. Si tratterà "*di operare comunque, ma di comportarsi correttamente, e anzitutto di gestire il conflitto*" e "*si può pensare all'autoimposizione di precisi obblighi informativi volti a comunicare chiaramente ai propri clienti se l'analisi su cui il consulente fonda i propri consigli abbia ad oggetto uno, più o tutti gli strumenti finanziari presenti sul mercato, se il consulente sia legato ad altri soggetti e presti altri servizi o attività di investimento e se il consulente percepisca incentivi da terzi o solo compensi dai clienti per i consigli che offre*".

5. Consulenza “accessoria” e “strumentale”

La “nuova” nozione di consulenza di cui all’articolo 1 comma 5-*septies t.u.f.* ha sollevato dei dubbi riguardo a quelle attività di consulenza su una o più operazioni, svolte strumentalmente ed in via preparatoria rispetto ad altri servizi. In sostanza, ci si è chiesti, se possa definirsi consulenza ai sensi dell’articolo 1 *t.u.f.* qualsiasi attività di consulenza c.d. “strumentale” e di conseguenza applicare alla stessa il rigoroso regime della consulenza in materia di investimenti.

Precedentemente alla riforma del 2007 si riteneva che, nella pratica, tutte le attività svolte dai soggetti che offrivano un servizio di investimento contenessero al loro interno una parte informativa assimilabile per certi versi al concetto di “consulenza”⁴⁵.

A seguito della riformulazione normativa del servizio, gli interpreti si sono divisi sulla assimilabilità della consulenza “strumentale” alla consulenza in senso stretto da un lato, e la considerazione che, in virtù anche del considerando 82 della direttiva di secondo livello⁴⁶, i chiarimenti anche in forma di raccomandazione espressi in tali sedi non possano integrare la disciplina della consulenza, essendo sostanzialmente inglobati nel servizio di investimento ai quali afferiscono.

Da altro punto di vista⁴⁷, è possibile concludere che, sebbene possano trovar luogo situazioni in cui l’intermediario, nel corso della prestazione di un servizio, possa offrire o ricevere richiesta di un’attività di consulenza assimilabile a quella generica, sarebbe d’altra parte eccessivamente oneroso applicare a tali situazioni la disciplina, ben più pregnante di oneri, della consulenza⁴⁸. Estendere gli obblighi informativi a tutti i servizi

⁴⁵ La Consob aveva anticipato il *downgrading* del servizio, ascrivibile al decreto Eurosim: quando ancora la consulenza era attività riservata, un’interpretazione di questo genere era stata proposta: si veda la comunicazione Consob n. BOR/RM/94005134 del 23 maggio del 1994.

⁴⁶ In questo senso si pone ZITIELLO, *La consulenza*, 2009, p. 449. L’Autore critica aspramente la definizione arrivando ad affermare che anzi sarebbe “*un errore [...] parlare di consulenza strumentale*”, poiché non in presenza dei requisiti di *indipendenza ed omnicomprensività*.

⁴⁷ Cfr. BERTELLI, *Attuazione della MiFID, cultura della compliance e consulenza finanziaria “diffusa”: i rischi di una contraddizione*, Siena, 2008, p. 18, “*le banche infatti [...] hanno scelto la strada della consulenza diffusa adottando il servizio di consulenza come standard della propria operatività nei confronti di tutti i clienti al dettaglio*”; cfr. anche PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un’analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 28.

⁴⁸ In questo senso si pone FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di risparmio tra nuova e vecchia disciplina*, in *Banche consumatori e tutela del risparmio*, a cura di AMBROSINI –DE MARCHI, Milano, 2009, 172. L’Autore fa leva sulla mancanza dell’obbligo di un contratto scritto proprio al fine di rendere più agevole la prestazione del servizio: l’assenza di vincoli

d'investimento porterebbe a una interpretazione di fatto creatrice di un diritto non previsto dalla normativa dei mercati finanziari e non voluto dal legislatore della MiFID⁴⁹.

È ben possibile, infatti, che l'operatore sia destinatario di una richiesta informativa in funzione di un diverso servizio, e per soddisfare la quale non fornirà un servizio personalizzato, ma solo un'attività, ancorché improntata al carattere della raccomandazione. In tal caso, il servizio non rientrerà nel perimetro della consulenza (mancando l'elemento personalizzazione) così come quando la raccomandazione formulata si limiti a considerare le prestazioni dei prodotti, senza adattarle alle caratteristiche del cliente e ai suoi obiettivi d'investimento.

Proprio il caso di raccomandazione limitata al prodotto senza considerare le peculiarità del cliente è un'ipotesi di consulenza generica che il *considerando* 82, considera come parte integrante del servizio d'investimento offerto, diverso dalla consulenza vera e propria. Solo in caso di personalizzazione, e dunque laddove l'intermediario aiuti il cliente a comprendere quali tra i vari strumenti offerti siano adatti alla sua prospettiva d'investimento, si può parlare di consulenza in materia di investimenti, a prescindere dalla inerenza della raccomandazione ad un solo strumento finanziario piuttosto che ad un paniere di strumenti⁵⁰.

formalistici riconosciuti al contratto di consulenza sembra però rispondere più che altro ad esigenze di celerità e di economia in determinati casi. Tuttavia, salvo casi di ridotti importi, quando l'attività professionale si limita alla prestazione del servizio di consulenza, come per i soggetti degli articoli 18 bis e ter, ragioni di opportunità e di certezza dei rapporti sembrerebbero legittimare una regolazione scritta del rapporto.

⁴⁹ Cfr. BERTELLI, cit., 34 “Le banche infatti [...] hanno scelto la strada della consulenza diffusa adottando il servizio di consulenza come standard della propria operatività nei confronti di tutti i clienti al dettaglio”; ma anche PERRONE, *Obblighi di informazione, suitability e conflitti di interesse: un'analisi critica degli orientamenti giurisprudenziali e un confronto con la nuova disciplina MiFID*, in *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, p. 28.

⁵⁰ Cfr. DE MARI, *La consulenza*, cit., p. 406, e SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio*, cit., p. 408 ss. A quest'ultima Autrice non sfugge che la prestazione non possa essere ricondotta al *considerandum* 82 della direttiva di secondo livello: il legislatore pochi passaggi più avanti include la consulenza generica tra le attività preparatorie.

CAPITOLO II - PROFILI SOGGETTIVI

1. La classificazione della clientela

Avendo rilevato come per la tipizzazione della consulenza in materia d'investimenti sia stato il legislatore comunitario a riconoscere la bontà della disciplina italiana adottata con la legge 1/1991, è opportuno chiarire che, solo sulla scorta della MiFID, il legislatore nazionale abbia compiuto un ulteriore passo in avanti in tema di consulenza: l'art. 1, co. 5-*septies t.u.f.*, ha infatti ripreso la normativa europea per aggiungere che si ha consulenza vera e propria solo quando questa è personalizzata e avente ad oggetto strumenti finanziari.

Un ulteriore debito intellettuale nei confronti della MiFID è la nuova classificazione introdotta riguardo la clientela: dalla rigida bipartizione in due categorie (clienti "ordinari" e "qualificati") in vigore fino all'attuazione della MiFID si è passati ad un regime tripartito. L'ampliamento della classificazione non ha fini meramente compilatori, ma il portato delle nuove categorie – "cliente al dettaglio", "cliente professionale", e "controparti qualificate" – è sostanzialmente una graduazione a proporzionalità inversa della disciplina applicabile ai rapporti cliente/intermediario, in base al livello di conoscenza che ha il cliente del mercato finanziario.

I clienti al dettaglio sono coloro che non possono vantare né esperienza né conoscenza in materia di investimenti, come invece i clienti professionali: l'art. 4, c. 1, punto 12, MiFID I, definisce i clienti al dettaglio per analogia negativa rispetto a quelli professionali, che invece posseggono una serie di requisiti previsti dall'allegato II della stessa direttiva MiFID I, e che possono essere sintetizzati nella competenza.

All'interno della categoria dei clienti professionali, vi è poi una sotto categoria di soggetti, i quali possono vantare un grado superiore di esperienza e conoscenza rispetto ai clienti professionali: le controparti qualificate.

In ragione della sopracitata proporzionalità inversa della tutela, i clienti al dettaglio saranno destinatari di un grado di protezione maggiore e più invasivo in termini di restrizioni all'operatività; mentre all'aumentare delle competenze, il livello di gravosità della regolazione diminuisce, fino

a giungere – per le controparti qualificate, ma solo in certi casi – alla non osservanza degli obblighi ex artt. 19, 21 e 22 MiFID I⁵¹.

L'applicazione del principio di graduazione della disciplina e della classificazione della clientela passa però da uno scambio informativo tra cliente e intermediario che avviene al momento della contrattazione: il sistema MiFID non ammette deroghe neanche per le controparti qualificate, pertanto, gli intermediari dovranno astenersi dal prestare attività di servizi di consulenza e gestione portafogli qualora il cliente non fornisca le informazioni prescritte per poter formulare un giudizio.

Pertanto, in questa sezione si procederà alle valutazioni di appropriatezza e adeguatezza, meglio descritte al paragrafo che segue.

2. *Segue. Lo scambio informativo: la valutazione di appropriatezza*

La principale novità introdotta dalla MiFID in tema di flussi informativi tra cliente e intermediario riguarda specificamente l'uso finalistico delle informazioni.

Nella ricerca della più efficiente forma di tutela del cliente e di protezione del mercato, il legislatore ha optato per una forma di cooperazione cliente-soggetto abilitato: il flusso informativo, infatti, non è addossato al secondo in modo unidirezionale, mentre lo è il risultato delle richieste⁵², per consentire un'ottimale classificazione del cliente⁵³ e “*consapevoli scelte di investimento o disinvestimento*”⁵⁴. La “profilatura” corretta sarà pertanto possibile, in quanto il soggetto abilitato sia addivenuto ad una conoscenza ragionevolmente approfondita del cliente secondo il principio della “*know your customer rule*”⁵⁵.

⁵¹ L'art. 24, c. 1 MiFID I prevede che tali siano i casi di imprese di investimento che prestano servizi di negoziazione per conto proprio o conto terzi, o di ricezione e trasmissione ordini.

⁵² Così NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”*, in *Contratti*, 2010, p. 67, dove si afferma che «*lo scambio di informazioni dal cliente all'intermediario attiene, dunque, soltanto alle prime due tipologie di contratti di investimento. Non attiene, invece, ai servizi di esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini, cioè a tutti i servizi in relazione ai quali si è finora pronunziata la giurisprudenza di legittimità*».

⁵³ Così, rispettivamente, l'articolo 12 comma 1 lett. b) del regolamento 17130 e articolo 21 comma 1 lett b) del t.u.f..

⁵⁴ In questo senso si era orientata la lettera dell'articolo 5 comma 1 lettera e) della legge 1/1991, che istituitiva le Società di Intermediazione mobiliare. Questa formula viene citata da NATOLI, *Le informazioni*, cit. 67. L'obiettivo della consapevolezza nelle scelte di investimento è dunque presente sin dalle prime scelte legislative in questo ambito dei mercati finanziari.

⁵⁵ La MiFID fa riferimento a questo principio sia all'articolo 19 comma 4 della direttiva di livello 1, e più diffusamente agli articoli 27 ss. della direttiva di livello 2

Il flusso informativo è finalizzato a classificare il cliente come al dettaglio o professionale, in base alla terminologia adoperata dall'Allegato 3 del Regolamento Intermediari, denominato "Clienti Professionali Privati"⁵⁶. Quanto alle modalità operative dell'acquisizione delle informazioni, il soggetto abilitato può avvalersi di moduli prestampati, sebbene nella intenzioni della Consob ciò si accompagna di regola a comunicazioni verbali⁵⁷.

In particolare, il Regolamento Consulenti prevede, all'articolo 12, comma 1, lettera b) che vengano acquisite "*dai clienti o potenziali clienti [del]le informazioni necessarie al fine della loro classificazione*"⁵⁸. A ciò si aggiungono doveri specifici (articolo 17, comma 1 Regolamento Consulenti), di indagine sulla conoscenza e l'esperienza nel settore di investimento da parte del cliente, la sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento prefissati.

Infine, va sottolineato come le informazioni si debbano riferire all'"*orizzonte temporale di investimento del cliente, la sua propensione al rischio e le finalità dell'investimento*"⁵⁹: requisito ulteriore rispetto a quanto previsto dal Regolamento Intermediari e in cui il Regolamento Consulenti ha in effetti condensato le posizioni Consob espresse, in particolare, in materia di titoli illiquidi.

Il soggetto che presta servizi d'investimento avrà, una volta acquisite le informazioni, l'onere di compiere una valutazione per stabilire che esse non siano manifestamente superate, inesatte, incomplete, essendo suo obbligo anche quello di tenere costantemente aggiornato il profilo del clien-

⁵⁶ Il citato Allegato 3 ricorda che "un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per rendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume". Tra i clienti professionali, oltre a quelli privati, è previsto "il cliente professionale pubblico che soddisfa i requisiti di cui al regolamento emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'articolo 6, comma 2-sexies, del t.u.f.", secondo la definizione del regolamento 17130, comma 1, lettera p). E' inoltre prevista la divisione tra clienti professionali di diritto e clienti professionali su richiesta.

⁵⁷ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., 125 ss.

⁵⁸ Cfr. la comunicazione Consob 8080252/2008 del 28 agosto sulla profilatura della clientela.

⁵⁹ Cfr. SANGIOVANNI, *Il regolamento Consob n.17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari*, p. 8, pubblicato su www.diritto.it. Si riporta per comodità il testo dell'articolo 17 comma 1: "*Al fine di raccomandare gli strumenti finanziari adatti al cliente, nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti, i consulenti finanziari ottengono dal cliente le informazioni necessarie in merito: a) alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per lo specifico strumento finanziario raccomandato; b) alla situazione finanziaria; c) agli obiettivi di investimento*".

te⁶⁰. Resta fermo, in tutti i casi in cui non abbiano ottenuto le informazioni necessarie, che i soggetti abilitati devono astenersi dal prestare il servizio⁶¹.

L'informativa però si organizza su un doppio binario: appropriatezza e adeguatezza. Per la prima, come già esaminato, si tratta di una valutazione che si applica ai servizi d'investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli e richiede che gli intermediari procedano a una "profilatura" piuttosto burocratica del cliente per valutare se ed in quali termini questo abbia le conoscenze ed il livello di esperienza per riconoscere e comprendere la rischiosità che un eventuale investimento in uno strumento o in un servizio possa contenere. Questo genere d'informativa sostanzialmente rimette la responsabilità sul cliente, visto che le informazioni vengono fornite dallo stesso⁶².

3. Segue. La valutazione di adeguatezza

Ben più specifica è invece la natura degli obblighi informativi che gravano sull'intermediario: in questo caso la regola viene mutuata dall'esperienza anglosassone della *suitability rule*, ripresa dalla MiFID e tradotta nella valutazione di adeguatezza nel nostro ordinamento⁶³. All'intermediario viene richiesto di conoscere da un lato il proprio cliente, dall'altro il prodotto che gli sottopone: il problema della comprensione del rischio è stato evidentemente oggetto di particolare attenzione a seguito degli scandali finanziari in cui gli investitori sono stati destinatari di operazioni che presentavano un grado di complessità particolarmente elevato⁶⁴.

⁶⁰ Cfr. in tema GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp.civ. prev.*, 11/2008, 2556 ss.; SANGIOVANNI, *Il regolamento*, cit. 11., ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 135.

⁶¹ Cfr. Articolo 17 comma 9 reg. 17130 e articolo 39 comma 6 reg. 16190.

⁶² Cfr. ANTONUCCI, *Declinazioni della suitability rule prospettive di mercato*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 6/2010.

⁶³ Cfr. SANGIOVANNI, *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e responsabilità*, 2010, n. 6, p. 545.

⁶⁴ Per citarne alcuni: obbligazioni convertibili con o senza *warrant*, strumenti derivati anche negoziati *over the counter*, crediti cartolarizzati, strumenti di swap, polizze assicurative *unit linked* e *index-linked* etc. Vale la pena di ricordare che la MiFID prevede all'Articolo 3 l'esenzione dall'applicazione per i soggetti impegnati nella consulenza su valori mobiliari e quote di OICR..

Trasposta anche nel servizio di consulenza, tutti gli intermediari risultano così interessati dalla normativa (che vede l'articolo 19 del Regolamento Consulenti riprendere per intero il contenuto dell'articolo 39 del Regolamento Intermediari) che li elegge a “filtro protettivo” delle scelte del cliente⁶⁵, tenuto conto della natura dell'investitore, del servizio e dell'investimento⁶⁶. E' proprio questo il terreno più scivoloso per l'intermediario a causa della difficoltà di classificare i prodotti finanziari: se n'è resa conto anche la Commissione Europea che ha posto l'accento sulle risorse umane dell'intermediario (“*those assessing the suitability of products must fully understand those products and their features*”)⁶⁷.

A seguito del completarsi del flusso informativo descritto, il soggetto abilitato dovrà offrire un servizio che sia adeguato (*suitable*) agli obiettivi di investimento del cliente e al rischio sopportabile rispetto alla sua situazione patrimoniale e soprattutto, un prodotto che il cliente possa comprendere nelle sue implicazioni alla luce della propria esperienza e conoscenza.

La risposta del legislatore non ha tuttavia demonizzato le operazioni più complesse, prevedendo che il cliente debba essere informato del rischio dell'operazione e non dell'operazione stessa nel suo contenuto: in altre parole, l'intermediario è tenuto a rendere comprensibile il livello di rischiosità che l'operazione comporta, potendo invece svolgere una semplificazione meno accurata degli aspetti tecnici della stessa⁶⁸.

In ogni caso, un regime più blando di *suitability* è previsto con riferimento ai clienti professionali, rispetto ai quali l'intermediario è autorizzato a presumere un grado di *expertise* maggiore rispetto al cliente al dettaglio, a meno che dalle informazioni trasmesse dal cliente professionale

⁶⁵ DI AMATO, *I servizi di investimento*, in AMOROSINO (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 107 ss.

⁶⁶ Così MOLONEY, *How to Protect Investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, p. 238.

⁶⁷ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo ed al Consiglio - *Packaged retail investment products* - COM/2009/0204.

⁷² Cfr. BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, 2010, p. 517.

⁶⁸ Si faccia l'esempio di una polizza *index linked*, con rendimenti collegati cioè all'andamento di un indice. Il consulente è tenuto innanzitutto ad obblighi informativi generali sullo strumento (sono obbligatori dati sul corrispettivo dovuto e sui costi). A questo punto si indicano gli elementi costitutivi ma soprattutto i rischi dello strumento. Qual è l'informazione minima da comprendere per autorizzare l'investimento? Nel caso di specie il rendimento della polizza è commisurato all'andamento di un indice, che è definito come un indicatore di un certo volume di scambi, che possono essere ricondotti a certi mercati e a certi strumenti etc. Si tratta di una serie di informazioni ampia e tecnicamente complicata.

emerge la sua inesperienza, la mancanza di competenze o l'inadeguatezza del patrimonio rispetto agli obiettivi prefissati. Rispetto ai clienti professionali, l'intermediario potrà chiaramente beneficiare di uno sgravio di costi connessi al reperimento delle informazioni e addirittura presumere, nel caso dei clienti professionali di diritto⁶⁹, che il cliente sia in grado di sopportare finanziariamente il rischio che deriva dall'obiettivo di investimento prefissato⁷⁰.

Infine, il Regolamento Consulenti ha cura di considerare l'ipotesi di un'attività di consulenza riguardante una pluralità di consigli d'investimento, nel qual caso occorre coordinare i suggerimenti in maniera tale da effettuare anche una valutazione di insieme che verifichi il persistere della convenienza dell'operazione. È evidentemente un profilo di particolare rilevanza nel caso d'intermediari *multiservice*⁷¹, mentre assume impatto marginale per i consulenti professionisti: rispetto ai primi, la disposizione si coordina con le norme in tema di conflitto di interesse che potrebbe insorgere nel caso in cui l'intermediario lucra sul processo di movimentazione dei portafogli di per sé; rispetto ai secondi, non sussiste ipotesi di tale pericolo, non essendo essi autorizzati a detenere strumenti finanziari, né a trasmettere o eseguire ordini.

4. I principi generali di comportamento

I principi generali in tema di comportamento trovano una disciplina sostanzialmente uniforme per i soggetti abilitati a prestare servizio di consulenza. Si tratta dei principi di cui è informato tutto il diritto degli intermediari finanziari: “*diligenza, correttezza e trasparenza*” (articolo 21 del Regolamento Intermediari), fondano il regime di responsabilità civile con conseguente obbligo di risarcimento del danno da parte dell'intermediario, come regime di *default* che si aggiunge e completa le norme di dettaglio per violazioni specifiche⁷². La terminologia adoperata dal *t.u.f.* è pertanto, a ragione, ripresa testualmente dal Regolamento Consulenti (articolo 12), e in entrambi i casi, il soggetto che presta il servizio di consulenza è tenuto a

⁶⁹ Cfr. l'allegato 3 del Regolamento Intermediari e il regolamento apposito del Ministero dell'Economia ex articolo 6 comma 2 *sexies* del t.u.f..

⁷⁰ Cfr. artt. 40 commi 2 e 3 Tuf e 19 commi 3 e 4 del regolamento consulenti. V. anche DI AMATO, *op. cit.*, p. 109.

⁷¹ Si fa riferimento alla formulazione dell'articolo 40 t.u.f..

⁷² In questo senso SANGIOVANNI, *Nuovissime norme*, cit. 546.

rispettare i principi di comportamento per tutta la durata del rapporto contrattuale, riferendosi le norme alla intera prestazione del servizio e non già ad una fase di esso.

D'altra parte, la disciplina del *t.u.f.* presenta una peculiarità d'interesse per l'interprete: il comportamento degli intermediari è "funzionalizzato" al "*servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati*", così da ipotizzare un onere di tutela d'interessi collettivi⁷³ in capo ai medesimi soggetti, onere nuovo e ulteriore rispetto al principio desumibile dalla disciplina generale di tutela del cliente⁷⁴, che funge da parametro ulteriore in sede di sindacato del comportamento dell'intermediario.

In tal modo, pertanto, la diligenza dell'intermediario non è semplicemente una diligenza di livello professionale⁷⁵, ma è adeguata rispetto agli interessi della collettività, e, nel porre in essere l'attività di consulenza, la correttezza richiesta risponde al contempo agli interessi del cliente e del mercato⁷⁶, di cui gli operatori divengono strumenti di sviluppo e di promozione di "*standard idonei a soddisfare tali obiettivi*"⁷⁷.

Questa nuova e ulteriore funzione non è estesa al Regolamento Consulenti (non essendovi alcun riferimento testuale in tal senso), né si ritiene di poterla estendere in via analogica, essendo l'articolo 21 norma di natura eccezionale e quindi applicabile solo agli intermediari abilitati⁷⁸.

Come richiamato, infine, l'articolo 21 fa poi riferimento alla trasparenza: tema caro alla recente evoluzione normativa dei mercati, nella misu-

⁷³ Così DI AMATO, *ibidem* e COSTI, *ibidem*. ANNUNZIATA distingue tra le diverse interpretazioni di quanto disposto, allontanando una tesi che pone in capo agli intermediari la responsabilità per l'andamento dei mercati nel loro complesso, ma unicamente rispetto al rapporto azioni particolari e ordinato svolgimento delle operazioni del mercato. Cfr. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, n. 3, p. 67 ss.

⁷⁴ In questo senso si orienta ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit. p. 122; COSTI, *Il mercato*, cit. p. 139. Contra, DI AMATO, *cit.*, p. 160, che fa leva sulla definizione al plurale di clienti per creare un parametro di riferimento che sembra riferirsi alla globalità dei soggetti.

⁷⁵ L'articolo 1176 c.c. impone, nell'esercizio dell'attività professionale, una valutazione della diligenza "con riguardo alla natura dell'attività esercitata".

⁷⁶ DI AMATO, *ibidem*, in particolare, sottolinea come "*poiché il Testo Unico attribuisce all'attività degli intermediari una funzione di tutela e sviluppo del mercato e di salvaguardia degli interessi dei clienti, le regole di diligenza e buona fede divengono gli strumenti per assicurare standard comportamentali idonei a soddisfare tali obiettivi*".

⁷⁷ Cfr. DI AMATO, *op. cit.*, p. 101.

⁷⁸ Rispetto a Cass. 26724 del 19 dicembre 2007 le violazioni delle regole di comportamento non danno luogo a nullità testuale. La regola dovrebbe potersi applicare anche al contratto di consulenza: una violazione delle regole di comportamento quindi per i soggetti abilitati non dovrebbe comportare nullità, ma avrebbe quest'effetto per i contratti dei consulenti – persone fisiche e società di consulenza.

ra in cui si ritiene che l'investitore possa effettuare scelte consapevoli⁷⁹ solo grazie ad una *disclosure* quanto più possibile piena da parte degli intermediari e che informa l'intero sistema come clausola generale, accompagnandosi al contempo con specifici oneri previsti dal Regolamento Intermediari.

5. Gli oneri informativi dell'intermediario verso il cliente

La legislazione dei mercati finanziari ha seguito, negli ultimi decenni, una parabola volta a focalizzare progressivamente l'attenzione degli operatori sul tema della trasparenza, a tutela dei clienti da possibili violazioni comportamentali degli intermediari. A partire dagli anni Ottanta⁸⁰, la normativa ha inciso sempre più profondamente sull'operare degli intermediari, anche in considerazione della particolare delicatezza di tali rapporti in termini di contenzioso⁸¹: è stato mostrato, infatti, come una fetta consistente delle controversie *in subiecta materia* origini da contestazioni della clientela sul comportamento asseritamente scorretto degli operatori, in particolare lamentando violazioni delle regole di condotta. Si è pertanto cercato di prevenire⁸², per quanto possibile, tali controversie, non solo operando su un piano di promozione della conciliazione e di strumenti direttamente deflattivi del contenzioso, ma anche puntando, alla radice, ad un miglioramento della normativa che imponga un ruolo proattivo all'intermediario⁸³.

Oltre ad essere destinatario delle informazioni ricevute dal cliente, l'intermediario è naturalmente esso stesso soggetto attivo in termini di *disclosure*: sono previsti ampi obblighi informativi in capo al prestatore del

⁷⁹ In questo senso, tra i tanti, si vedano i riferimenti all'analisi economica del diritto contenuti in GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 5 ss.; PERRONE, *I Soldi degli altri*, cit., 4 ss., SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2009, fino al più recente *Autodeterminazione e formazione*, cit., 2009.

⁸⁰ Così SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, n. 4, p. 93 ss. Si fa riferimento alla legge francese (n.88-70 del 22 febbraio 1988 e 89-531 del 2 agosto 1989), inglese (*Financial Services Act*, 1986), e italiana (l. n. 1 del 1 gennaio 1991).

⁸¹ Cfr. SANGIOVANNI, *Nuovissime Norme*, cit., p. 546.

⁸² Cfr. ZITIELLO, *op. cit.*, p. 469.

⁸³ Così SANGIOVANNI, *ibidem*; dello stesso autore, ma riguardo la responsabilità degli soggetti abilitati dall'articolo 18 si veda anche *Aspetti Contrattuali della nuova consulenza finanziaria*, in *Contratti*, 2010, n. 2, p. 175 ss..

servizio al fine di ridurre l'asimmetria informativa⁸⁴ tra lo stesso ed i clienti, i quali devono essere “*sempre adeguatamente informati*”⁸⁵.

Nel caso della classificazione della clientela secondo le tre tipologie di cliente al dettaglio, professionale o controparte qualificata, sarà l'intermediario a dover rammentare al cliente che a una qualificazione più agile dal punto di vista dell'operatività, corrisponderanno diversi gradi di intensità della tutela. Il cliente avrà ben il diritto di pretendere il maggior grado di protezione disponibile dalla normativa, ma il quadro regolamentare proposto dal sistema MiFID cerca di responsabilizzare il cliente, non ammettendo che ad un profilo d'investitore più aggressivo corrispondano tutele da “cassettista”. Pertanto, il ruolo dell'intermediario dovrebbe essere quello di portare il cliente verso una maggior consapevolezza delle proprie esigenze, non solo d'investimento, ma soprattutto di tutela.

Le informazioni, qualunque sia il loro oggetto e contenuto, dovranno essere “*corrette, chiare, non fuorvianti*”⁸⁶: ciò non solo nel caso in cui la trasmissione delle stesse sia obbligata dalla legge, ma anche in tutti i casi in cui vi sia un più generale requisito di trasparenza. Questa andrà commisurata caso per caso in base al profilo del singolo cliente⁸⁷, sebbene non sia agevole ricostruire a che tipo di sanzione vada incontro l'intermediario il caso di violazione dei doveri di informazione verso il cliente, essendo stata la giurisprudenza non univoca e costantemente oscillante riguardo la configurabilità di una nullità ex articolo 1418, comma 1, c.c.⁸⁸.

Anche in punto di doveri informativi tuttavia, bisogna considerare l'esistenza del doppio binario normativo, rappresentato dal Regolamento

⁸⁴ La *disclosure* delle informazioni è un tema di grande impatto nell'analisi economica del diritto. In argomento valgono le Considerazioni di SARTORI, *Autodeterminazione*, cit. p. 94 ss., e più diffusamente in SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2009, p. 33 ss.

⁸⁵ Art. 21 comma 1 lett. b) Tuf. In tema vedi anche Trib. Bologna, Sez. II, 2 marzo 2009, sent. n. 1161, con nota di SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corriere Giuridico*, 2009, n. 9, p. 1259.

⁸⁶ Art 12 comma 1 lett. a) reg. Consulenti, art. 27 comma 1 reg. Intermediari. Il reg. Consulenti richiede inoltre informazioni “*sufficientemente dettagliate*”. Come si vedrà *infra*, l'articolo 18 prevede un'elencazione più dettagliata in merito agli strumenti finanziari.

⁸⁷ Cass., 25 giugno 2008, n. 17340, citata *infra*.

⁸⁸ Da ultimo in giurisprudenza si segnala la recente Cass.civ. Sez. I, 11 giugno 2010 n.14056, con breve nota di CONVERSO, consultabile su www.personaedanno.it. Si ricordano poi Cassazione SS.UU. 19 dicembre 2007, sent. nn. 26724 e 26725. Le sentenze in esame hanno avuto grande risalto in dottrina; ci limitiamo a citare le note di ROPPO – BONACCORSI, in *Danno e Resp.*, 2008, n. 7, p. 525 ss.; cfr. SCOGNAMIGLIO, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS.UU.*, in *Società*, 3/2008, 449 ss.; si veda anche Cass., 25 giugno 2008, n. 17340,.

Intermediari (articolo 21) per i soggetti abilitati (ovvero i soggetti autorizzati alla prestazione di tale servizio ai sensi degli articoli 18 bis e 18 ter del *t.u.f.*⁸⁹) e dal Regolamento Consulenti per i consulenti finanziari e le società di consulenza.

Sul tema, tuttavia, l'attività di coordinamento è pressoché nulla, essendo stato disposto in sede di riforma nel 2007 che, per i soggetti persona fisica e le società di consulenza, si facesse riferimento “*alla disciplina cui sono sottoposti i soggetti abilitati*”⁹⁰. In sede attuativa, il Regolamento Consulenti non si è limitato a un mero richiamo, ma, pur considerando le differenze del caso tra i soggetti interessati, ha tuttavia sostanzialmente predisposto una disciplina assai simile a quella di cui al *t.u.f.*⁹¹.

6. I conflitti d'interesse

La disciplina del conflitto d'interessi ha abbracciato nel corso del tempo una visione più “realistica”, passando prima per la difficile pretesa di eliminare il conflitto fino a giungere alla consapevolezza della possibilità effettiva di gestire lo stesso. Per gestione del conflitto sembrerebbe potersi intendere l'evitare che il potenziale danno per il cliente si concretizzi materialmente: sia eliminando i motivi del conflitto (neutralizzando l'interesse dell'intermediario), sia cercando di evitare che l'operazione possa soggettivamente essere condizionata dall'interferenza di un interesse antagonista rispetto a quello del cliente, pur continuando a versare in una situazione oggettiva di disallineamento tra le parti⁹².

La possibilità che il conflitto d'interesse si concretizzi, è tipica dell'attività dell'intermediario multiservizio, potendosi lo stesso ritrovarsi nella posizione di intermediario e creditore rispetto allo stesso emittente,

⁸⁹ Banche, imprese di investimento, SGR nazionali ed armonizzate prestano il servizio di consulenza ai sensi dell'articolo 18, mentre per i consulenti persone fisiche e società di consulenza è l'eccezione alla riserva di attività dell'articolo 18 prevista dagli articoli 18 bis e ter a permetterne l'operatività.

⁹⁰ Art.18 bis comma 7 lett. d) del *t.u.f.*.

⁹¹ In questo senso SANGIOVANNI, *Le nuovissime norme cit.* e ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari*, in *Corr. Giur.*, 2010, n. 4, p. 285 ss. Gli Autori sono concordi nel rilevare il doppio binario su cui corrono i due sistemi normativi: date le sovrapposizioni che possono crearsi tra soggetti simili (come nel caso di Sim di sola consulenza e Società di consulenza finanziarie) non potrebbe essere altrimenti.

⁹² Cfr SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto d'interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosim” e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, n. 3.

come nel caso della banca⁹³.

La MiFID intende la situazione di conflitto come quella di un soggetto che presta un servizio (*rectius*: mandatario per la prestazione di un servizio) pur avendo interessi ulteriori e confliggenti rispetto a quelli del soggetto mandante. Al fine di gestire al meglio il conflitto, l'intermediario deve adottare tutte le misure idonee per identificarlo, gestirlo e, laddove non gestibile, informare il cliente.

Venendo alla disciplina specifica, si nota come l'attenzione delle autorità si focalizzi maggiormente sugli obblighi di *disclosure*. Nel caso, infatti, in cui l'intermediario sia affidatario di più incarichi e supponendo l'esistenza di una situazione di conflitto di interessi tra il cliente e il coniuge dell'intermediario (o convivente *more uxorio*, figli, parenti entro il quarto grado del consulente e dei soggetti rilevanti, come previsto dal Regolamento Consulenti, Art. 25 c. 1)⁹⁴, non è previsto l'obbligo di astensione ma solo l'obbligo di informativa al cliente nel caso di non gestione del conflitto, al pari di quanto avviene per gli intermediari abilitati. In caso di violazione sembrerebbe trattarsi di responsabilità precontrattuale, dunque con risarcimento del danno, per violazioni evidentemente compiutesi anteriormente alla conclusione del contratto; oppure responsabilità contrattuale, con eventuale risoluzione del contratto, per violazioni successive⁹⁵; mentre non è configurabile un'ipotesi di nullità ex articolo 1418 comma 1 del codice civile.

Compare, infine, nel Regolamento Consulenti (articolo 25 secondo comma), una disposizione in tema di indipendenza: se è vero, infatti, che l'indipendenza non è richiesta nella prestazione del servizio (ed è pertanto caratteristica soggettiva solo eventuale⁹⁶), essa rappresenta il fine ultimo a tutela del quale sono approntate le norme in materia di conflitto di interessi⁹⁷. Con una disposizione ulteriore rispetto alla disciplina degli interme-

⁹³ Cfr. DI AMATO, *op.cit.*, 110.

⁹⁴ Cfr. ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento*, cit. 290.

⁹⁵ Cassazione SS.UU. 19 dicembre 2007, sent. nn. 26724 e 26725. Le sentenze in esame hanno avuto grande risalto in dottrina; ci limitiamo a citare le note di ROPPO – BONACCORSI, in *Danno e Resp.*, 2008, cit.; s.; SCOGNAMIGLIO, in *Società*, cit., 2008, 449 ss.. Per una serie di approcci conformi ed innovativi alle sentenze in parola, cfr. App. Torino 5 agosto 2010, Trib. Torino 5 febbraio 2010, Trib. Genova 4 marzo 2010; Trib. Verona, 22 luglio 2010, quest'ultima con commento di DELLA VECCHIA, in *Società*, 6, 2011.

⁹⁶ Si rimanda a quanto affermato da DE MARI, *La consulenza in materia di investimenti*, cit. 416 e SCIARRONE ALIBRANDI, *op.cit.*, p. 402.

⁹⁷ Cfr. GUFFANTI, *Il quadro normativo*, 4 e ss., in DI MASCIO, *La consulenza finanziaria*, 2011.

diari, il legislatore regola il conflitto di interessi del consulente al fine di consentirgli un operato in indipendenza (oggettiva⁹⁸), ammettendo, come ipotesi residuale, che qualora il conflitto non possa essere gestito, il cliente sia comunque messo nella posizione di decidere, dopo essere stato pienamente informato dello *status quo*.

In tale situazione, sembrano condivisibili le preoccupazioni di chi⁹⁹ diffida di un approccio “illuminista” alla gestione del conflitto d’interesse: nell’attuale quadro normativo il conflitto viene sì selezionato, gestito e metabolizzato, peccato che tale fiducia debba essere riposta proprio nelle mani degli stessi soggetti che strutturalmente rappresentano il contraente forte del mercato finanziario¹⁰⁰.

7. Professionalità, indipendenza e riforma dei controlli nell’ordinamento britannico

Lungi dal voler esaurire un argomento vasto e complesso come quello anticipato dal titolo di questo paragrafo, è certamente rilevante fare almeno il punto sulla consulenza finanziaria nell’ordinamento inglese, e non solo perché tra quelli europei è quello che vive una maggiore “finanziarizzazione” della propria economia. Tali ragioni possono essere sintetizzate nel (i) cambiamento politico avvenuto con le elezioni del Maggio 2010, che ha segnato una cesura col precedente governo laburista, generando incertezza sulla traiettoria delle riforme a livello nazionale¹⁰¹; (ii) nell’approccio anglosassone della cd. ‘*light touch regulation*’¹⁰² avallata dalle politiche dell’ultimo decennio; e infine (iii) nelle dimensioni del settore finanziario nel Regno Unito, rispetto agli altri stati membri dell’Unione Europea. In particolare, nel 2006 la FSA (*Financial Services Authority*) ha deciso di implementare un programma di tutela dei consuma-

⁹⁸ Si rimanda in questo caso a quanto già esposto in tema di D.M. 206/2008.

⁹⁹ Cfr. ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitto d’interesse*, in *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009. Della stessa Autrice, vedi anche *Declinazioni della suitability rule prospettive di mercato*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 6, 2010

¹⁰⁰ Cfr. SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto d’interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosime” e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *banca borsa e tit. cred.*, 3, 2011.

¹⁰¹ Cfr. “*Tories Pledge Rapid Reform on Regulation*”, in *Financial Times*, 23 Febbraio 2010.

¹⁰² Cfr. MACNEIL, *The trajectory of regulatory reform in the UK in the wake of the financial crisis*, in *European Business Organization Law Review*, 6/2010

tori di prodotti finanziari¹⁰³, al fine di aumentare la fiducia degli stessi nei mercati e più in generale nel sistema: questo programma ha preso il nome di RDR (*Retail Distribution Review*).

Le linee guida di sviluppo di tale programma possono essere riassunte nei seguenti punti: perfezionamento degli standard professionali dei consulenti (*increasing the professional standards of all investment advisers*); miglioramento della trasparenza (*improving the clarity with which firms describe their services to consumers*); indirizzo dell'attività della commissione (*addressing the potential for commission to distort consumer outcomes*); e miglioramento della sostenibilità del mercato (*improving the sustainability of the market*)¹⁰⁴.

Nonostante la crisi, le strategie d'implementazione di queste linee guida sono state rafforzate, prevedendo innanzitutto che i fornitori di prodotti d'investimento diffusi tra il pubblico non siano più autorizzati a pagare commissioni ai consulenti (*removal of product provider influence over adviser remuneration*), ma questi ultimi dovranno concordare un *upfront charge* con i loro clienti per la consulenza (*adviser charging*). Inoltre viene favorito il settore dei consulenti indipendenti (*bolster independence of the independent advisory sector*). L'appellativo di *independent* potrà essere riconosciuto a un *adviser* solo in esito a un'auto-verifica che riscontri l'effettiva indipendenza; qualora non risultino tali, verranno considerati *restricted advisers*, con conseguenti limitazioni dal punto di vista del *range* di prodotti trattabili.

La FSA si è inoltre posta l'obiettivo di innalzare il livello di professionalità dei consulenti (*enhance adviser professionalism*)¹⁰⁵.

Lo sforzo inglese nell'ambito dei mercati però non si è però limitato all'analisi degli aspetti soggettivi del settore, ma la lezione della crisi ha spinto i governi nazionali a impegnarsi per ristrutturare il *framework* normativo della regolamentazione e della vigilanza dei servizi finanziari. In

¹⁰³ Tra gli scopi istituzionali della FSA, il Financial Services and Markets Act del 2000, prevede: (i) *market confidence: maintaining confidence in the financial system*; (ii) *public awareness: promoting public understanding of the financial system*; (iii) *consumer protection: securing the appropriate degree of protection for consumers*; and (iv) *reduction of financial crime: reducing the extent to which it is possible for a business carried on by a regulated person to be used for a purpose connected with financial crime*". È stato inserito nel 2010, col Financial Services Act, l'ulteriore obiettivo del *Contributing to the protection and enhancement of the stability of the UK financial system*".

¹⁰⁴ Cfr. SMITH, *The retail investment market: the RDR and beyond*, speech of the FSA Head of Investment Policy, July 2011.

¹⁰⁵ Cfr. BRANDT, *Product distribution round-up*, in *Compliance Officer Bulletin*, 1/2011

particolare il 17 Febbraio 2011 è stato pubblicato il documento di consultazione “*A new approach to financial regulation: building a stronger system*”¹⁰⁶, che rappresenta il nuovo quadro regolamentare da porre in essere per la fine del 2012 o l’inizio del 2013. In sintesi, il modello che viene proposto nel documento di consultazione prevede: la *Bank of England* come vertice del sistema, “*main responsibility for overseeing the UK regulatory regime*”; un *Financial Policy Committee* sarà istituito all’interno della *Bank of England*, con l’incarico di “*look to prevent systemic risks before they are able to damage the financial system*”. Inoltre, sarà abolita la FSA, con le sue attuali funzioni che verranno divise tra due nuovi *watchdogs*: il primo sarà il PRA (*Prudential Regulation Authority*) che regolerà i soggetti di un certo rilievo, come banche d’affari e altri soggetti rilevanti a livello sistemico, e sarà di fatto un prolungamento della *Bank of England*; il secondo sarà il FCA (*Financial Conduct Authority*) che regolerà i soggetti che si interfacceranno con il consumatore finale, per tutelare la fiducia nel sistema finanziario britannico¹⁰⁷.

A prima vista si ravvisa una certa somiglianza tra l’architettura della vigilanza dei sistemi anglosassoni con i modelli cd. renani.¹⁰⁸ Tuttavia sarà solo la futura implementazione di questo tale quadro regolamentare a dimostrare in che termini l’ordinamento inglese attuerà detti processi innovativi.

L’ordinamento inglese è storicamente *leader* nelle tecniche sia quantitative sia qualitative di regolazione dei mercati finanziari. Tale svolta nell’approccio alla vigilanza in Gran Bretagna, non lascia dubbi sulla necessità di procedere a un ripensamento della finanza globale. Questo rioridino sistematico lascia presupporre un intervento consistente anche per quanto attiene la disciplina della distribuzione dei prodotti finanziari tra il pubblico. Comprendere dunque la direzione di una simile riforma comporterebbe sicuramente un vantaggio per coloro i quali concentrano i propri sforzi, sia regolamentari che professionali, in materia di consulenza in ma-

¹⁰⁶ Disponibile sul sito http://www.hm-treasury.gov.uk/consult_finreg_strong.htm. Il documento è stato pubblicato per la consultazione il 17 Febbraio 2011: la consultazione è stata chiusa il 14 Aprile 2011, con numerosi commenti, ad oggi in fase di revisione.

¹⁰⁷ Cfr. “*A new approach to financial regulation: building a stronger system*”, in *cit.*; e SANTS, “*Dear CEO letter*”, in <http://www.fsa.gov.uk>, 7 Febbraio 2011.

¹⁰⁸ Cfr. LANGEVOORT, *The ‘Europeanization’ of Us Securities Regulation*, in *Global securities regulation after the financial crisis - Journal of International Economic Law*, 13/2010, il quale ammette: “*My hypothesis is that international regulatory convergence is more plausible here precisely because US law has already become so Europeanized*”.

teria d'investimenti, in modo da poter intuire le necessità del sistema finanziario e provvedere a una *cutting edge regulation*.

CONCLUSIONI

L'evoluzione della regolamentazione dei mercati finanziari e in particolare della consulenza in materia d'investimenti è stata dettata da un duplice ordine di fattori: la particolare congiuntura economica mondiale che negli ultimi anni ha vissuto dapprima una fase di espansione, poi una successiva fase di contrazione, e il doppio livello di regolamentazione comunitario e nazionale.

In tale contesto è necessario interpretare la scelta che il legislatore europeo ha voluto imprimere alla regolamentazione *in subiecta materia*. L'attuazione della MiFID ha delimitato la consulenza in materia d'investimenti caratterizzandola per il requisito della *personalizzazione*, e svincolandola, d'altra parte, da qualsivoglia criterio quantitativo legato agli strumenti finanziari oggetto di consulenza. In tal modo si è voluto estendere l'applicazione della relativa disciplina a un variegato complesso di fattispecie in relazione alle quali il cliente può avvalersi di un'assistenza esperta e trasparente sotto il profilo dei costi, dei rischi e delle possibilità di guadagno. Seguendo il criterio della personalizzazione, i *regulators* hanno invitato gli intermediari ad applicare il controllo di adeguatezza per tutte le attività caratterizzate da un profilo di personalizzazione rispetto al cliente (lo stesso orientamento è stato fatto proprio dalla Consob).

Tale impostazione - più protezionistica di quella adottata dalla stessa MiFID - rende ancora lenti i rapporti tra intermediario e cliente e ne appesantisce i costi, rischiando di fornire, contro le intenzioni del legislatore, un servizio più costoso e non necessariamente migliore. Dall'analisi dei modelli contrattuali forniti dagli intermediari¹⁰⁹, si riscontra infatti che lo scambio informativo rappresenta il primo e forse principale aspetto preso in considerazione dai soggetti abilitati: fin da subito, infatti si procede alla definizione del servizio di consulenza con la conseguente esplicitazione del differente grado di protezione offerto dall'ordinamento in base alla valutazione di adeguatezza.

La prassi al riguardo ha mostrato una sostanziale convergenza verso modelli contrattuali *standard*, e non perché il modello normativo generato restringe l'autonomia delle parti. Tutto ciò per poter proporre un servizio

¹⁰⁹ Cfr. PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in *I Contratti del Mercato Finanziario*, a cura di Gabrielli - Lener., 2011, p. 1054.

di consulenza adeguato, nonché per rispettare gli obblighi normativi che ne imporrebbero altrimenti l'astensione.

L'attuazione della normativa MiFID da parte del legislatore europeo, sebbene frenata dalla recente crisi dei mercati, mantiene ben chiari i suoi obiettivi: da un lato, il perseguimento di una consulenza "di massa", con un efficiente rapporto qualità/prezzo; dall'altro la possibilità per i clienti di beneficiare di questo regime più protettivo a un livello pressoché generalizzato.

E invero, sembra proprio questo il risultato cui si giunge nel corso della presente trattazione: alla luce della disciplina e della prassi dei mercati, riuscire a riunire in capo al medesimo intermediario sia l'aspetto teorico (la raccomandazione qualificata) che quello pratico (l'investimento) dello stesso servizio, comporterebbe numerosi vantaggi per il consumatore finale di prodotti finanziari. Ciò per una serie di ragioni tra cui la convenienza economica, poiché indubbiamente ricorrere a un unico intermediario, anziché ricorrere a più soggetti, avrebbe come risultato per il cliente un vantaggio in termini di riduzione dei costi.

Si permetterebbe al cliente di godere di una maggiore tutela, poiché verrebbe così sottoposto sia alla valutazione di adeguatezza (per la consulenza), sia alla valutazione di appropriatezza (per i servizi d'investimento). Tale necessità di riduzione dei costi e di maggior tutela è legata al nuovo ruolo che i prodotti finanziari hanno iniziato a ricoprire nella vita della maggioranza dei cittadini dei paesi industrializzati.

L'incertezza delle finanze pubbliche e il continuo taglio al *welfare*, hanno trasformato prodotti che prima sembravano esotici o quanto meno riservati a un certo tipo di clientela (le famose polizze *unit linked* o *index linked*), in strumenti che - con le dovute cautele - potrebbero far parte di un portfolio di accumulo volto a integrare o sostituire quella che molti sarà la pallida ombra della pensione. Se fosse questa dunque l'evoluzione del mercato finanziario e finanziario-assicurativo, ne emergerebbe chiaramente la delicatezza dei profili illustrati.

Al riguardo, se investire i propri risparmi in strumenti finanziari per ottenere un rendimento maggiore di quanto corrisposto tenendoli sul proprio conto corrente richiede un livello molto alto di tutele e garanzie, allora investire la propria liquidità in polizze finanziarie-assicurative per costruire la provvista con cui alimentare i bisogni della propria vecchiaia richiede certamente il livello massimo di affidamento.

Tuttavia, un intermediario che presta sia consulenza che servizi d'investimento su propri prodotti, si troverebbe in una situazione strutturale di conflitto d'interessi. Tale aspetto sembra ormai essere un dato di fatto del sistema, che il legislatore comunitario accetta come non eliminabile, ma al più gestibile. Occorrerebbe, quindi, indirizzare gli investitori verso una scelta basata sulla valutazione del diverso grado di attendibilità e di conformità delle informazioni rispetto ai propri interessi.

Non è un caso che l'articolo 1 c. 6, lett. f) del *t.u.f.*, unisca in un unico servizio accessorio “*la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale*”, secondo uno schema che appare condivisibile, in cui solo la consulenza rappresenta il consiglio *adeguato* mentre tutte altre modalità di informazione sono poste a un livello più basso.

Pertanto, sembra che solo combinando i servizi d'investimento con la consulenza personalizzata ricevuta da parte dell'intermediario, si può adeguatamente bilanciare l'esigenza di un mercato finanziario facilmente accessibile dal punto di vista economico con l'obiettivo di una tutela più efficace per il cliente.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AA.VV., *Banche consumatori e tutela del risparmio*, a cura di Ambrosini e Demarchi, Milano, 2009.
- AA.VV. *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010.
- AA.VV., *La MiFID in Italia*, a cura di Zitiello, Torino, 2009.
- AA.VV., *Commentario al Testo Unico in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2001.
- AA.VV., *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, a cura di De Mari, Padova, 2009.
- AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.
- ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.
- *Best execution, regole di mercato ed altre trading venues*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009.
- ANNUNZIATA, *Il nuovo regolamento Consob sui consulenti finanziari (artt. 18-bis e 18-ter t.u.f.)*, in *Corr. giur.*, 2010, n. 4.
- ANTONUCCI, *Regole di condotta e conflitto d'interesse*, in *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di DE POLI, Padova, 2009.
- *Declinazioni della suitability rule prospettive di mercato*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, n. 6.
- BERTELLI, *Attuazione della MiFID, cultura della compliance e consulenza finanziaria "diffusa": i rischi di una contraddizione*, Siena, 2008.
- BRANDT, *Product distribution round-up*, in *Compliance Officer Bulletin*, 2011, n. 1.
- BRESCIA MORRA, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione di ordini*, in D'Apice (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, 2010
- CAPRIGLIONE, *Autorizzazione dei mercati regolamentati*, in Capriglione – Alpa (a cura di) *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998.
- CAPRIGLIONE, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, *Banca borsa tit. cred.*, 2006, n. 1.
- *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 tit. cred.*, 2008, n. 1.
- *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistemati*, Padova, 2008.
- *La problematica relativa al recepimento della MiFID*, in *La nuova normativa MiFID*, a cura di De Poli, Padova, 2009.
- *Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, tomo I, 2010.
- *Holding di partecipazione e nuova regolazione degli intermediari finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, n. 2.
- COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di Diritto Commerciale diretto da Cottino*, Padova, 2004.
- COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010.
- DE MARI, *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia di investimenti (ragioni di una distinzione)*, in *Società*, 2009, n. 4.

- I "nuovi" poteri della Consob e la vigilanza sull'attività di intermediazione mobiliare, in *Società*, 2009, n. 7.
- La consulenza in materia di investimenti: prime valutazioni e problemi applicativi, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2008, n. 3.
- La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID, Padova, 2009.
- DE MARI – SPADA, *Intermediari e promotori finanziari*, Bologna, 2005
- DELLA VECCHIA, *Commento a Trib. Verona 22 luglio 2010*, in *Società*, 2011, n. 6.
- DI AMATO, *I servizi di investimento*, in Amorosino (a cura di), *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.
- ENRIQUES, *The Role of the Italian Securities Regulator Ten Years after the Consolidated Act on Financial Intermediation (A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle Autorita' di Vigilanza)*, intervento preparato per il convegno *Dieci anni di Testo unico della Finanza: bilanci e prospettive*, Università di Roma Tor Vergata, 29 ottobre 2008, consultabile sul sito ssrn.com.
- FIORIO, *La non adeguatezza delle operazioni di investimento al vaglio della Corte di cassazione*, in *Giur. it.*, 2009.
- FORTUNATO, *Conflitto di interessi e disciplina degli inducements*, in *Banca borsa tit. cred.* 2009.
- GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi ed adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.* 2008, n. 11.
- GUFFANTI, *Il quadro normativo*, in Di Mascio (a cura di), *La consulenza finanziaria*, 2011.
- GUFFANTI, *Il servizio di consulenza: confini della fattispecie*, in *Società*, 2011.
- LANGEOVOORT, *The 'Europeanization' of Us Securities Regulation*, in *Global securities regulation after the financial crisis*, in *Journal of International Economic Law*, 2010, n. 13.
- LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, n. 1.
- *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996.
- *Il conflitto di interessi nelle gestioni di patrimoni, individuali e collettive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007.
- *Conflitti di interesse fra intermediari e cliente*, in Gabrielli – Lener (a cura di) *I Contratti del Mercato Finanziario*, Torino, 2011.
- MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, n. 3.
- MACNEIL, *The trajectory of regulatory reform in the UK in the wake of the financial crisis*, in *European Business Organization Law Review*, 2010, n. 6.
- MOLONEY, *How to Protect investors. Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010.
- *The European Securities and Market Authority and the institutional design for the EU financial market – a tale of two competencies: Part 1: rule – making*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, n. 12.
- *The European Securities and Market Authority and the institutional design for the EU financial market – a tale of two competencies: Part 2: rules in action*, in *European Business Organization Law Review*, 2011, n. 13.

NATOLI, *Le informazioni dei risparmiatori nella formazione del contratto “di risparmio”*, in *Contratti*, 2010.

PARRELLA, *La Consulenza in materia di investimenti*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, 2010.

- *Il contratto di consulenza finanziaria*, in Gabrielli e Lener (a cura di), *I Contratti del Mercato Finanziario*, Torino, 2011.

PERRONE, *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008.

- *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o “copertura assicurativa” per investimento sfortunato?*, in *Banca imp. soc.*, 2008, n. 2.

PATRONI GRIFFI, *Provvedimenti straordinari a tutela del mercato e crisi della società finanziaria*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, 1998.

ROPPO, *Promotori finanziari e mercato del risparmio. Un mercato che cambia, una professione che cresce*, in *Dir. Banca merc. fin.*, 2008, n. 2.

- *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, n. 15.

ROPPO – BONACCORSI, *nota alle sentenze nn. 26724 e 26725 del 19 Dicembre 2007*, in *Danno e resp.*, 2008, n. 7.

SANGIOVANNI, *Il regolamento Consob n.17130 del 2010 e l'attività dei consulenti finanziari*, pubblicato su www.diritto.it.

- *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corriere giuridico*, 2009, n. 9.

- *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2010, n. 2.

- *Le nuovissime norme di comportamento (e la responsabilità civile) dei consulenti finanziari*, in *Danno e resp.*, 2010, n. 6.

SARTORI, *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, n. 4.

- *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, n. 5.

SCIARRONE ALIBRANDI, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una fattispecie*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, n. 3.

- *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: profili ricostruttivi di una nuova fattispecie*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, 2010.

SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, Padova, 2010.

- *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle SS.UU.*, in *Società*, 2008, n. 6.

SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto d'interessi fra intermediari e clienti nella prestazione dei servizi di investimento (prima e dopo il “decreto Eurosime” e prima e dopo la ricezione della MiFID)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, n. 3.

SEPE, *Riflessioni a margine degli “Scritti in onore di Francesco Capriglione”*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, n. 4.

SMITH, *The retail investment market: the RDR and beyond*, speech of the FSA Head of Investment Policy, July 2011.

ZITIELLO, *La consulenza in materia di investimenti*, in *La MiFID in Italia*, Torino, 2009.

COMUNICAZIONI E REPORT DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA

Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo ed al Consiglio - *Packaged retail investment products* - COM/2009/204.

CONSOB, Comunicazione BOR/RM/94005134 del 23 maggio del 1994, in www.consob.it.

CONSOB, Comunicazione DI/98080597 del 14 ottobre 1998, in www.consob.it.

CONSOB, Comunicazione 8080252 del 28 agosto 2008, in www.consob.it.

CONSOB, Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009, in www.consob.it.

CONSOB, Comunicazione DIN/9076005 del 18 agosto 2009, in www.consob.it.

CONSOB, Comunicazione DIN/10047146 del 25 maggio 2010 in www.consob.it.

CONSOB, Risposte a quesito: risposte a quesito nn. 98080597/1998, 99023323/1999, 18568/2000, 30441/2000, 81423/2000, 1047275/2001 e 1071590/2001.

HM TREASURY, “*A new approach to financial regulation: building a stronger system*” http://www.hm-treasury.gov.uk/consult_finreg_strong.htm, Febbraio 2011.

FSA, “*Dear CEO letter*”, in <http://www.fsa.gov.uk>, 7 Febbraio 2011.

INDICE DELLE SENTENZE

Cassazione SS.UU., 19 dicembre 2007, sent. nn. 26724 e 26725.

Cass. civ. Sez. I, 25 giugno 2008, n. 17340.

Cass. civ. Sez. I, 11 giugno 2010 n.14056.

App. Torino, 5 agosto 2010.

Trib. Milano, Sez. VI. 11 aprile 2008, in *Società*, 2009.

Trib. Bologna, Sez. II, 2 marzo 2009, n. 1161, in *Corr. giur.*, 2009.

Trib. Torino, 5 febbraio 2010.

Trib. Genova, 4 marzo 2010.

Trib. Verona, 22 luglio 2010.

II - LA DISCIPLINA DEI NUOVI REQUISITI PATRIMONIALI IMPOSTI DALLE REGOLE DI BASILEA 3. IMPLICAZIONI E PROSPETTIVE PER IL SISTEMA BANCARIO

INTRODUZIONE

Tra i soggetti imprenditoriali unanimemente riconosciuti come destinatari di particolari attribuzioni da garantire con un sistema di regole *ad hoc*, vi sono le banche che si caratterizzano per la presenza di una funzione-obiettivo maggiormente articolata rispetto a quella di semplice massimizzazione del profitto a favore degli azionisti. Esse rappresentano un fondamentale punto di snodo nel processo di allocazione del risparmio delle famiglie verso gli investimenti produttivi, nonché un veicolo essenziale nell'ambito del sistema dei pagamenti e della trasmissione degli impulsi di politica monetaria. Tutto ciò, in un ambiente caratterizzato da forti asimmetrie informative tra gli operatori e da potenziali esternalità negative connesse al regime operativo di riserva frazionaria di depositi e capitale tipico della loro funzione creditizia. Le banche sono, infatti, connotate da un tasso di *leverage* endemicamente elevato e connesso al ruolo rivestito nell'ambito della cd. attività di trasformazione delle scadenze, con conseguente rilevanza – nella composizione del passivo di bilancio – dei fondi apportati da terzi (raccolti presso la clientela e di tipo interbancario) rispetto al patrimonio di pertinenza della categoria degli azionisti.

Proprio il riconoscimento di siffatte peculiarità aveva, in passato, portato all'affermazione di una legislazione bancaria orientata verso una rigida amministrazione degli enti creditizi ad opera di Autorità pubbliche, tra le cui finalità primarie emergeva la tutela di adeguati livelli di stabilità da perseguire mediante meccanismi esogeni sottratti alle regole del mercato. In questo contesto, il patrimonio costituiva un semplice requisito cui aver riguardo per l'accesso all'attività bancaria.

Alla fine degli anni '70, le crisi dei sistemi bancari internazionali avevano tuttavia indirizzato l'attività degli Organismi di coordinamento delle Autorità di vigilanza verso la ricerca di metodologie dirette a prevenire il manifestarsi di situazioni di criticità attraverso un costante monitoraggio delle varie tipologie di rischi assunti, nell'ambito di un'operatività notevolmente arricchita – rispetto al passato – di nuove e variegate fattispecie.

Da allora in poi, grazie soprattutto al processo di integrazione economica europea, anche il sistema italiano è stato interessato da tutta una serie di cambiamenti grazie ai quali si è determinato un progressivo abbandono del sistema di vigilanza cd. *strutturale* – diretto al contenimento dei rischi mediante interventi sugli elementi identificativi della morfologia del mercato (numero di operatori, dimensione, condizioni di entrata ed uscita, differenziazione del prodotto, *etc.*) – a favore dell’affermazione di canoni legati ad assetti di vigilanza cd. *prudenziale*. Questi ultimi configurabili nell’imposizione di regole uniformi, volte a limitare sia i rischi complessivi che quelli derivanti da talune operazioni, nonché il grado di concentrazione degli stessi ai fini del raggiungimento di più elevati canoni di efficienza operativa, in termini di creazione di valore, nonché allocativa, con riferimento alla sostenibilità dello sviluppo. Si cercava, in tal modo, di porre rimedio alle distorsioni concorrenziali ed alle ingerenze che avevano fino a quel momento caratterizzato il sistema economico, indirizzando il mercato non più direttamente, ma attraverso la fissazione preventiva di norme oggettive e trasparenti destinate a condizionare, sotto forma di incentivo o di vincolo, l’*agere* degli intermediari in funzione degli equilibri economico-finanziari desiderati.

In tempi più recenti, questa fase evolutiva della disciplina in materia ha comportato un generale ripensamento del ruolo ascrivito al capitale bancario (visto ora come variabile strategica in grado di influenzare le scelte operative delle aziende di credito), accompagnato dall’introduzione di coefficienti patrimoniali minimi obbligatori, quali *benchmark* di riferimento per il perseguimento ed il successivo mantenimento di elevati *standard* strategici e gestionali. Si è così inteso assolvere al duplice obiettivo di predisporre un *level playing field* fra gli intermediari e limitare il *gap* informativo intercorrente tra questi ultimi e la platea di creditori, depositanti e *stakeholders* ad essi legati¹.

In quest’ottica, la predisposizione di regole prudenziali ha condotto ad una diversa valutazione del requisito di capitale, ora considerato – da un lato – come strumento volto ad impedire eccessive assunzioni di rischio derivanti da una concorrenza “al ribasso” (dove un ampliamento delle fattispecie di *default* e di perversi effetti domino) e – dall’altro – come misu-

¹ Cfr. BRESCIA MORRA C., *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE F., CEDAM, 2010, pagg. 306 e ss.

ra atta ad favorire un quanto mai opportuno allineamento degli interessi in capo a tutti gli operatori economici coinvolti, sia pur in presenza di un sistema di assicurazione dei depositi².

Nell'accezione più moderna, il concetto di *adeguatezza patrimoniale* assume una funzione garantistica di presidio a fronte dei rischi bancari connessi all'assorbimento delle perdite inattese, suscettibili di ingenerare situazioni patologiche e di minare la stabilità dell'intero sistema economico. Nell'ambito delle valutazioni delle Autorità di vigilanza, detto concetto è, dunque, assunto a principale parametro cui far riferimento per assicurare una *sana e prudente gestione* degli intermediari creditizi.

Nonostante ad elevati livelli di patrimonializzazione si associno – come si è avuto modo di appurare – bassi rischi di bancarotta e minori esposizioni a variazioni negative del ciclo economico generale o a *shock* di tipo idiosincratco³, la detenzione di rilevanti quote di capitale immobilizzato ed infruttifero implica, tuttavia, anche un costo-opportunità talvolta considerevole in termini di minor rendimento conseguito, accompagnato dal potenziale contenimento, a parità di utile conseguito, del *return on equity* (ROE) a favore dei detentori di quote partecipative.

Questo *trade-off* rappresenta, in maniera preponderante, uno dei fattori cui le Autorità di vigilanza devono aver riguardo ai fini della ricomposizione degli interessi contrapposti in gioco e dell'ottimale ripartizione del rischio tra depositanti, azionisti ed Organismi pubblici, in vista del conseguimento di sempre maggiori gradi di efficienza a livello sia micro che macroeconomico.

Nel quadro testé delineato si iscrive l'attività del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, Organismo propositivo non dotato di autonoma capacità regolamentare, bensì avente funzione di “*forum informale*” per lo

² Ogni contratto di assicurazione comporta problematiche correlate all'innalzamento della propensione al rischio da parte del soggetto assicurato. Nel caso dei sistemi di garanzia dei depositi, il fenomeno in parola può manifestarsi sotto forma di indebita influenza sulla determinazione del costo della raccolta bancaria. In assenza di presidi di *deposit insurance*, la decisione di intraprendere iniziative volte a collocare il profilo strategico della banca sui livelli più elevati della curva rischio-rendimento sarebbe legata alla corresponsione di un prezzo maggiore rispetto agli strumenti utilizzati per la raccolta a causa del contestuale innalzamento del premio per il rischio correlato a tale decisione. Viceversa, l'implementazione dei sistemi suddetti sarebbe di per sé in grado disancorare il costo della raccolta rispetto ad un siffatto ordine di valutazioni, rendendolo indipendente dalle politiche gestionali e, in particolare, dal grado di rischiosità degli investimenti.

³ Cfr. BAELE L., DE JONGHE O., VANDER VENNET R., *Bank risks and the business cycle*, University of Ghent Working Paper n. 04/264, 2004, pagg. 14 e ss.

scambio di notizie sulle iniziative regolamentari in materia di pratiche di sorveglianza nel settore finanziario ed operante attraverso linee guida, raccomandazioni ed accordi⁴.

Fin dalla sua istituzione, nel lontano 1975, ad opera dei Governatori delle Banche Centrali dei Paesi del G-10, i principi ispiratori dell'azione hanno mirato, *in primis*:

- alla diffusione e promozione, nel maggior numero possibile di Paesi, delle migliori pratiche di regolamentazione in tema di vigilanza bancaria;
- al rafforzamento della sicurezza ed affidabilità del sistema finanziario;
- alla promozione della cooperazione internazionale in materia di vigilanza prudenziale, attuata attraverso il necessario coordinamento tra le Autorità nazionali di settore.

Tutti questi obiettivi si sono, nel tempo, concretamente manifestati attraverso una puntuale definizione dei ruoli svolti dai soggetti regolatori nell'ambito delle rispettive legislazioni, nonché attraverso la predisposizione di requisiti patrimoniali uniformi per agevolare la competitività in ambito bancario⁵.

Come sovente accade nell'ambito di settori in continuo divenire quale quello bancario, dopo un primo Accordo sul Capitale (Basilea 1) siglato

⁴ Il Comitato di Basilea s'inserisce in quel *network* di *global regulators* venutosi a consolidare negli ultimi anni e la cui attività resta precipuamente finalizzata alla ricerca di soluzioni condivise in tema di problematiche comuni e trasversali, nonché alla formulazione di principi base che preludano a misure regolamentari da adottare nell'ambito dei singoli ordinamenti.

⁵ L'assenza di una formale e diretta vincolatività giuridica comporta che la tecnica di produzione normativa adottata in seno al Comitato di Basilea possa essere annoverata tra le fonti di *soft law*, donde l'esclusione di responsabilità giuridiche a carico degli eventuali trasgressori delle disposizioni di cui trattasi e l'affidamento alla disciplina di mercato della sanzionabilità di eventuali pratiche discostatesi dagli accordi. Considerata comunque l'autorevolezza riconosciuta al Comitato, le indicazioni formulate vengono generalmente trasfuse in apposite Direttive emanate dagli Organi Istituzionali dell'Unione Europea e, per loro tramite, recepite nei singoli ordinamenti nazionali (cd. *enforcement*); cfr. CAPRIGLIONE F., *Fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano* cit., pag. 47.

«Per i membri del Comitato, la vincolatività è più che altro politica. L'utilizzo del *consensus* quale strumento decisionale sostituisce in pratica la necessità che le decisioni assunte siano obbligatorie. Il fatto che tale meccanismo decisionale si fondi su uno stretto rapporto di collaborazione spinge infatti a far emergere i punti di disaccordo prima dell'approvazione del testo finale. L'eventuale mancato adeguamento avrebbe dunque naturali ripercussioni sul prestigio internazionale per l'Autorità di vigilanza che si sottraesse all'applicazione di un accordo al quale ha in precedenza acconsentito. Per quanto riguarda l'applicazione da parte di soggetti terzi, istituzionali e privati, un incentivo verso il recepimento è dato dall'autorevolezza degli *standard* del BCBS»; cfr. BERTOZZOLO G., *La regolazione globale della vigilanza bancaria: il Comitato di Basilea (BCBS)*, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di BATTINI S., Rivista trimestrale di diritto pubblico – Quaderno n. 3, Giuffrè, 2007, pag. 57.

nel 1988, sopravvenute esigenze regolamentari – prevalentemente legate all’espansione di sempre più intense relazioni economiche internazionali ed a fenomeni di innovazione finanziaria e tecnologica – hanno portato alla stipula, nel 2004, di un secondo Accordo sul Capitale (Basilea 2), grazie al quale si è cercato di pervenire ad una più stretta aderenza tra capitale detenuto e rischi assunti.

Le ben note vicende degli ultimi anni e lo scoppio della crisi che ha travolto tutti i presidi posti a salvaguardia dei sistemi finanziari (prima) e reali (poi) delle economie dei Paesi cd. industrializzati hanno fatto tuttavia emergere taluni limiti intrinseci alla normativa fissata nell’ambito di Basilea 2. Limiti che, nel dicembre 2010, hanno imposto la formulazione di un terzo Accordo, meglio noto come Basilea 3.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, nell’affrontare la tematica della disciplina dei nuovi requisiti patrimoniali imposti dalle regole di Basilea 3, il presente lavoro si prefigge lo scopo di analizzare le principali misure intervenute a presidio di adeguati livelli di patrimonializzazione nelle imprese bancarie. Il punto di partenza sarà rappresentato da un approfondimento dell’evoluzione della disciplina relativa agli Accordi sul Capitale stipulati dal Comitato di Basilea, prendendo le mosse dalla prima armonizzazione degli *standard* patrimoniali maturati nell’ambito di Basilea 1, per poi passare all’esame delle linee portanti in tema di requisiti minimi di capitale contenuto in Basilea 2, nonché degli aspetti di criticità che ne hanno decretato il definitivo superamento.

La disamina investirà altresì i tratti caratteristici del progetto di Basilea 3 sotto l’aspetto della regolamentazione prudenziale sul capitale, dell’attenzione verso il livello quantitativo e qualitativo del patrimonio di vigilanza, dell’introduzione dei cd. *capital buffers* a fini di stabilità e contrasto del rischio sistemico, nonché dell’analisi dei profili definatori del *non-risk-based leverage ratio*.

Sia pur in presenza delle incertezze che inevitabilmente accompagnano uno studio siffatto (la normativa in esame entrerà completamente a regime soltanto dal 2019), nella terza parte dello studio ci si proporrà di svolgere una compiuta analisi dei possibili effetti che i nuovi requisiti patrimoniali fissati in seno a Basilea 3 potranno sortire sia nel corso del periodo transitorio di adeguamento alle nuove regole (cd. *grandfathering*), sia sotto l’aspetto dell’interazione delle dinamiche operative delle imprese bancarie. Specifica attenzione sarà, infine, prestata all’implementazione

della disciplina scaturente da Basilea 3 nell'ambito del sistema bancario e italiano alla luce delle peculiarità che lo connotano.

CAPITOLO PRIMO - EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA RELATIVA AGLI ACCORDI DI BASILEA SUL CAPITALE

1. *Basilea 1: una prima armonizzazione degli standard patrimoniali*

Il Primo Accordo di Basilea sul Capitale⁶ (cd. Basilea 1) del 1988 aveva inteso conferire una concreta risposta alle molteplici esigenze manifestate nel tempo dal settore bancario, da un lato, fortemente scosso dalle vicende che – sul finire degli anni '70 – avevano messo a dura prova i sistemi finanziari mondiali e, dall'altro, assoggettato ad un quadro normativo non più in linea con i nuovi livelli di competitività progressivamente raggiunti⁷. Per la prima volta in un contesto internazionale venivano predisposte linee-guida uniformemente accettate, dirette al contenimento dei rischi tipici dell'attività creditizia e fondate sull'assunto che ogni operazione posta in essere comportasse l'assunzione di un certo grado di rischio, da quantificare e fronteggiare attraverso un adeguato livello di *patrimonio di vigilanza* a presidio della solvibilità⁸ delle imprese creditizie.

Nello specifico, due erano gli *standard patrimoniali* definiti nell'ambito dell'Accordo sul Capitale di Basilea 1:

- il primo, legato al rapporto tra attività complessive e patrimonio, che non poteva in alcun modo eccedere il limite di 20 volte;
- il secondo – meglio noto come *Cooke ratio* – finalizzato ad imporre alle imprese bancarie il possesso di un capitale proprio pari a non meno

⁶ In ambito comunitario, la disciplina contenuta in Basilea 1 ha trovato formale recepimento nelle Direttive del Consiglio nn. 89/299/CE ed 89/647/CE – rispettivamente in tema di fondi propri e coefficiente di solvibilità degli enti creditizi – poi trasfuse, nell'ordinamento italiano, attraverso i decreti legislativi 10 settembre 1991, nn. 301 e 302. Nella legislazione statunitense, l'applicazione della normativa in parola ha avuto luogo tramite il *Federal Deposit Insurance Corporation Act* (FDICA) del 1991.

⁷ Precedentemente all'Accordo di Basilea, ogni Paese era solito fissare propri canoni individuali di adeguatezza del capitale bancario, generando sia tra gli operatori, che nell'ambito degli stessi sistemi normativi, condizioni di disparità concorrenziale, suscettibili di ingenerare pericolose pratiche di *capital arbitrage* e *competition in laxity*. Era dunque manifesta la necessità di addivenire a forme di più completa armonizzazione e trasparenza, volte a garantire un ordinato processo di globalizzazione dei sistemi finanziari; cfr. CAPRIGLIONE F., *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano* cit., pag. 173.

⁸ Con l'Accordo sul Capitale, il Comitato di Basilea intendeva inoltre porre rimedio alle evidenti inefficienze dimostrate nel far ricorso a *coefficienti dimensionali* che, applicati indiscriminatamente alla totalità dei soggetti vigilati, inducevano ad aumentare le componenti più rischiose dell'attivo per incrementare i profitti a parità di volume intermediato, innestando pericolosi fenomeni di *moral hazard*.

dell'8% del totale delle poste attive (sia in, che fuori bilancio⁹) ponderate in relazione al presumibile rischio di credito legato all'inadempienza delle controparti agli obblighi contrattuali assunti¹⁰.

$$\frac{\text{Patrimonio di vigilanza}}{\text{Attività ponderate per il rischio di credito}} \geq 8\%$$

A tal fine, nell'ambito dell'Accordo il coefficiente di solvibilità veniva strutturato nel modo seguente:

- suddividendo, al numeratore, il patrimonio di vigilanza in due ulteriori grandezze:
 - il **tier1**, o *patrimonio di base*, a sua volta composto dal capitale sociale sotto forma di azioni ordinarie ed azioni privilegiate irredimibili senza diritto di priorità cumulativo, nonché di riserve cd. palesi (da sovrapprezzo azioni, legale ed utili accantonati) e fondo rischi bancari generali ed al netto di azioni proprie, attività immateriali e perdite pregresse di esercizio¹¹;
 - il **tier2**, o *patrimonio supplementare*, costituito da azioni privilegiate con diritto di priorità cumulabile, riserve occulte, fondi rischi¹², strumenti ibridi di patrimonializzazione, plusvalenze latenti nelle partecipazioni¹³ e debiti subordinati con scadenza minima di 5 anni, cui dedurre le minusvalenze nette su titoli e partecipazioni¹⁴.
- correlando, al denominatore, le attività ad un sistema di ponderazione riferito, in via esclusiva, ai sotto elencati cinque coefficienti, da applicarsi in relazione alla tipologia delle varie controparti creditizie:

⁹ Ai fini della determinazione del requisito patrimoniale complessivo, le attività fuori bilancio (crediti di firma, contratti a termine, strumenti derivati, *etc.*), sarebbero state computate mediante trasformazione del loro valore nominale in equivalenti creditizi attraverso opportuni fattori di conversione corrispondenti alla stima del rischio di controparte ad esse relativo.

¹⁰ Nello specifico, le ponderazioni erano state inizialmente calibrate sulla base delle caratteristiche di solvibilità delle controparti – ivi comprese le garanzie prestate a favore dell'intermediario – e del “rischio Paese” insito nei rapporti creditizi posti in essere, tenendo esclusivamente conto della natura dei soggetti debitori e della solidità economica e politica dei Paesi di provenienza.

¹¹ La definizione degli strumenti accettati come patrimonio primario era stata aggiornata – e notevolmente ampliata – ad opera del Comitato di Basilea attraverso il Comunicato stampa del 27 ottobre 1998 *Instruments eligible for inclusion in tier 1 capital*, relativo al trattamento prudenziale degli strumenti innovativi.

¹² Fino ad un massimo dell'1,25% delle attività ponderate per il rischio.

¹³ Fino ad un massimo del 45% del loro valore.

¹⁴ Tale ammontare non avrebbe potuto in alcun caso eccedere il 50% del patrimonio complessivo; cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International convergence of capital measurement and capital standards*, 1988, pagg. 4 e ss.

Sic stantibus rebus, veniva concessa alle imprese creditizie la possibilità di optare tra l'accantonamento di un più ampio capitale di vigilanza a fronte di quote legate ad incrementi di attività opportunamente ponderate e la riduzione – o ricomposizione – delle poste attive a seguito di operazioni meno rischiose a parità di patrimonio detenuto.

Nonostante l'Accordo del 1988 avesse svolto, grazie alla sua semplicità teorico-applicativa, la precipua funzione di operare un rafforzamento patrimoniale del sistema creditizio internazionale, numerosi erano stati, nel corso degli anni, gli inconvenienti di fondo, per lo più legati a taluni aspet-

PONDERAZIONI DI RISCHIO	ESPOSIZIONI	
	Attività "in bilancio"	Attività "fuori bilancio"
0 %	Contante e valori assimilati Crediti verso banche centrali dei paesi OCSE Titoli di Stato emessi da governi dei paesi OCSE	Impieghi analoghi all'erogazione di credito con scadenza inferiore a 1 anno
20 %	Crediti verso banche multilaterali di sviluppo e crediti garantiti da tali istituzioni o da titoli emessi dalle medesime Titoli emessi da enti pubblici statunitensi	Impieghi di firma legati ad operazioni commerciali (crediti documentari con garanzie reali)
85 %	Mutui integralmente assistiti da garanzia ipotecaria su immobili residenziali che sono, saranno, occupati dal mutuario oppure che sono locati	Facilitazioni in appoggio all'emissione di titoli Altri impegni all'erogazione di credito con scadenza superiore a 1 anno
100 %	Crediti verso imprese private Partecipazioni in imprese private Crediti verso banche e governi di paesi non OCSE	Sostituti diretti dal credito (fideiussioni e accettazioni) Cessioni di attività pro-solvendo, con rischio di credito a carico della banca
200 %	Partecipazioni in imprese non finanziarie con risultati di bilancio negativi negli ultimi due esercizi	

ti di rigidità del sistema.

Nel processo di determinazione del patrimonio di vigilanza emergevano, in particolare, un attivo calibrato sul solo rischio di credito¹⁵ e, sem-

¹⁵ A questo proposito, nel 1996 il Comitato aveva dettato un apposito emendamento, avente ad oggetto specifiche prescrizioni ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali legati al *rischio di mercato* (ossia il rischio di subire perdite a seguito di variazioni sfavorevoli dei prezzi degli strumenti finanziari negoziati), che si sarebbero andati a sommare a quelli tarati sul rischio di credito:

$$\frac{\text{Patrimonio di Vigilanza}}{\text{Attività ponderate per il rischio di credito} + \text{Attività ponderate per il rischio di mercato}} \geq 8\%$$

A fronte del rischio di mercato, le banche avrebbero potuto accumulare, oltre al *patrimonio di base (tier 1)* ed a quello *supplementare (tier 2)* in qualsiasi proporzione, anche quote di patrimonio di categoria *tier 3*, composto da debiti subordinati a breve termine, con scaden-

pre sotto questo profilo, l'impossibilità di tracciare un quadro veritiero e corretto della situazione economico-patrimoniale delle imprese bancarie a causa dell'eccessiva approssimazione del sistema di ponderazioni applicato. Stante la distorsione in tal modo generata, dette imprese ritenevano infatti più conveniente compiere, all'interno di una stessa categoria di controparti, operazioni con soggetti caratterizzati da più "spregiudicati" profili di rischio-rendimento (cd. *arbitraggio prudenziale*).

Ulteriori elementi di criticità erano poi rappresentati dalla totale irrilevanza della struttura a termine dell'attivo di bilancio (dove l'equiparazione degli impieghi a breve, medio, ovvero lungo termine) e di eventuali effetti di diversificazione e concentrazione¹⁶ (con la conseguenza che portafogli creditizi caratterizzati da gradi di frazionamento estremamente diversi finivano col risultare del tutto equivalenti), nonché dall'attenuazione del rischio insito nelle esposizioni sopportate attraverso l'utilizzo di garanzie o *credit derivatives*.

Per questi motivi, nel corso degli anni '90 il Comitato si apprestò più volte alla revisione ed all'aggiornamento del Primo Accordo fin quando – nel 1999 –, si diede avvio ad un processo consultivo volto alla realizzazione di una nuova e più raffinata disciplina, maggiormente in linea con le tendenze evolutive che si andavano affermando sui mercati. Il Nuovo accordo sul Capitale, meglio noto come Basilea 2, vedeva la luce nel 2004.

za originaria di almeno 2 anni, non garantiti ed interamente versati. La disposizione in parola venne introdotta nell'ordinamento comunitario attraverso la Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 98/31/CE. Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Presentazione dell'emendamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato*, 1996; HULL J., *Risk management e istituzioni finanziarie*, PEARSON, 2008, pag. 166.

¹⁶ Sotto questo specifico aspetto, in ambito europeo si era cercato di sopperire ad una carenza siffatta attraverso la Direttiva del Consiglio n. 92/121/CEE sui "grandi fidi", in aderenza alla quale veniva fatto divieto alle banche di concedere prestiti ad un singolo debitore per oltre il 25% del proprio capitale e precisato che la somma dei cd. grandi rischi – ossia delle singole esposizioni eccedenti il 10% del patrimonio – non poteva complessivamente eccedere il valore di otto volte il capitale dell'intermediario. La normativa in parola è stata in seguito riproposta negli artt. 106-119 della Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 2006/48/CE, che ne ha formalizzato il dovuto coordinamento con le statuizioni del Nuovo Accordo di Basilea (vedi *infra*, par. 2). Cfr. ALBAMONTE D., BASSO R., CAPONE D., MARANGONI M., *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di GALANTI E., CEDAM, 2008, pag. 549.

2. Il passaggio a Basilea 2 ed il «pilastro» dei requisiti minimi di capitale

Il 26 giugno 2004 veniva dunque pubblicato, ad opera Governatori delle Banche Centrali e dei Vertici delle Autorità di vigilanza dei Paesi del G-10, il Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale¹⁷, disciplina – a tutt’oggi in vigore – diretta a promuovere la definizione di requisiti patrimoniali sulla base di una misurazione più completa ed accurata dei rischi a carico di una accresciuta platea di intermediari¹⁸, nonché a predisporre un “linguaggio comune” atto ad essere utilizzato sia dagli operatori di settore che dagli Organismi di vigilanza¹⁹.

L’assetto della regolamentazione intervenuta nell’ambito di Basilea 2 poggiava essenzialmente su tre “pilastri portanti” in tema di :

1. requisiti minimi di capitale detenuti dalle banche a copertura delle perdite inattese;
2. procedure di controllo prudenziale poste in essere dalle Autorità di vigilanza sotto l’aspetto della patrimonializzazione e dell’assunzione di rischi;
3. disciplina del mercato e regole di trasparenza in ordine al flusso di informazioni destinate al pubblico.

Il «primo pilastro» era, in particolare, destinato a definire regole quantitative di misurazione del fabbisogno di capitale²⁰ fissato – analoga-

¹⁷ Tale documento rappresentò il traguardo di un lungo e tortuoso percorso, che aveva visto una dura contrapposizione tra le due grandi concezioni storiche dell’architettura finanziaria: quella anglosassone, incentrata sui mercati, e quella continentale, focalizzata invece sugli intermediari. Fondamentalmente, l’elemento centrale della diatriba si concretizzava nella scelta dei modelli da adottare per la misurazione del rischio di credito e nella conseguente determinazione dei requisiti patrimoniali. Se, infatti, fino al 1998 unici strumenti affidabili al perseguimento dello scopo erano stati ritenuti i *rating* pubblici, la crisi finanziaria che, proprio in quell’anno, aveva investito l’area asiatica minò profondamente la fiducia in essi riposta, con conseguente rivalutazione dei *rating* privati. A seguito della diffusione, proprio nel 1998, di un primo documento consultivo (CP1) erano seguite numerose modifiche, inserite – nel 2001 e nel 2003 – in due ulteriori proposte (CP2 e CP3), cui corrisposero tre diverse analisi d’impatto quantitativo.

¹⁸ Nonostante l’ambito applicativo fosse stato circoscritto – sia a livello consolidato che individuale – alle sole banche attive sul fronte internazionale, attraverso le Direttive del Parlamento Europeo e del Consiglio nn. 2006/48/CE e 2006/49/CE, l’Unione Europea ne estese l’applicazione a favore di tutte le imprese creditizie e delle società di intermediazione mobiliare. La disciplina in discorso fu introdotta nell’ordinamento italiano attraverso il decreto legge 22 dicembre 2006, n. 297 – convertito nella legge 23 febbraio 2007, n. 15 – cui è stata data attuazione, a livello regolamentare, con il decreto del Ministro dell’Economia e delle Finanze in qualità di Presidente del CICR e dalla circolare della Banca d’Italia n. 263, entrambe del 27 dicembre 2006.

¹⁹ Cfr. HIMINO R., *Basilea 2 – Verso un nuovo linguaggio comune*, in *Rassegna trimestrale BRI, settembre 2004 – Evoluzione dell’attività sui mercati bancari e finanziari internazionali*, 2004, pag. 43.

²⁰ Ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza, rimasero sostanzialmente invariate

mente alla disciplina pregressa – all'8% delle attività ponderate per il rischio di credito, di mercato ed operativo, quest'ultimo suscettibile di comportare per le imprese bancarie ingenti perdite legate ad errori od inadeguatezze riconducibili ai processi interni, al personale o ai sistemi utilizzati, ovvero ad eventi esterni. Le metodologie di misurazione all'uopo predisposte consentivano di procedere secondo direttrici la cui complessità (ma, al tempo stesso, accuratezza) veniva ad essere correlata al grado di sofisticazione tecnico-procedurale raggiunto dalle strutture di *governance*, rispondendo altresì all'esigenza di approntare strumenti gestionali destinati non solo ad un adempimento meramente formale delle prescrizioni imposte, ma – soprattutto – all'implementazione di un evoluto sistema di selezione e controllo.

Mentre, infatti, i sistemi di misurazione del rischio di mercato fondati sull'approccio del cd. *Value at Risk* (VaR) non erano stati modificati ri-

Rischio di Credito	Rischio di Operativo
Metodo Standard	Metodo dell'indicatore semplice (<i>basic indicator approach</i>)
Metodo Internal Rating Based di Base	Metodo Standard
Metodo Internal Rating Based Avanzato	Metodi avanzati di misurazione (<i>Advanced Measurement Approaches, AMA</i>)

spetto a quanto stabilito dall'emendamento del 1996²¹, il rischio di credito e quello operativo avevano invece formato oggetto di tre distinte metodologie d'analisi, da applicarsi a seguito di apposito giudizio di idoneità formulato dalle Autorità di vigilanza.

Con particolare riferimento al rischio di credito (insito nel cd. *banking book*), importanti miglioramenti vennero introdotti attraverso la possibilità accordata agli strumenti di *credit risk mitigation* (CRM) di essere portati a deduzione degli oneri patrimoniali sopportati e, soprattutto, attraverso l'ammissibilità del ricorso a modelli interni per l'assegnazione di *rating* rappresentativi del merito creditizio delle controparti e funzionali

le prescrizioni contenute nel Comunicato stampa del 1998 (vedi *supra*, nota 6); cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali – Nuovo schema di regolamentazione*, 2004, pag.11.

²¹ Vedi *supra*, nota 10.

all'imputazione di quote di capitale a copertura delle relative posizioni debitorie²².

Sotto quest'ultimo profilo, l'Accordo si connotava altresì per la sua peculiare flessibilità, consentendo alle banche di optare tra due differenti approcci metodologici:

1. il *metodo standard*, nel cui ambito diveniva rilevante il ruolo delle cd. ECAI (*External Credit Assessment Institutions*), agenzie esterne in possesso di requisiti di obiettività, indipendenza, trasparenza ed *accountability* (a fondamento delle autorizzazioni appositamente rilasciate dagli Organismi di supervisione nazionali), deputate all'attribuzione di *rating*, ai quali sarebbero dovute corrispondere ponderazioni appositamente predisposte dalle Autorità di vigilanza.

	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	Inferiore	Senza rating	Scaduti
Corporate (aziende)	20%			50%			100%			150%			100%	150%						
Stati sovrani	0%			20%			50%			100%			150%	100%						
Banche	20%			50%			100%			150%			50%							
Banche: paese d'origine	20%			50%			100%			150%			150%	100%						
Retail (privati e PMI)							75%												150%	
Mutui residenziali							35%												100%	
Mutui commerciali							da 100% a 50%, a scelta delle Autorità nazionali												150%	

2. il *metodo internal rating based* (IRB), in applicazione del quale gli *input* per la quantificazione dei livelli di rischio avrebbero costituito il risultato non più di una meccanica conformazione a *benchmark* prestabiliti, ma di elaborazioni tecniche effettuate dalle banche all'interno delle proprie strutture gestionali. Siffatta metodologia applicativa avrebbe peraltro richiesto il possesso di specifici requisiti organizzativi delle aziende bancarie, specificamente correlati alla puntuale definizione delle caratteristiche strutturali dei sistemi di *rating*, alla ripartizione di responsabilità ed alla frequenza di appropriate verifiche da parte del *management*, previa valutazione di adeguatezza ad opera delle Autorità.

²² Cfr. MASERA R., *Rischio, banche, imprese – I nuovi standard di Basilea*, Il Sole 24 Ore, 2005, pag. 213.

Giova, a questo proposito, sottolineare come gli accennati modelli fossero finalizzati alla quantificazione dei sotto riportati quattro *fattori di rischio*, inseriti in un'apposita *risk-weight function* fornita dalle Autorità stesse e destinata a concorrere al calcolo della ponderazione di ciascuna posizione debitoria:

- *probability of default* (PD), probabilità di non poter far fronte all'integrale rimborso dei prestiti venuti a scadenza a causa di difficoltà economico-finanziarie sopravvenute;
- *exposure at default* (EAD), ammontare del finanziamento a rischio di inadempienza;
- *loss given default* (LGD), percentuale presunta di perdita eventualmente subita al netto delle garanzie reali o personali, nonché dei costi delle procedure concorsuali o di recupero interne delle banche;
- *maturity* (M), scadenza economica residua dell'esposizione.

Stante l'elevato livello di tecnicismo richiesto nell'elaborazione di tali stime, il Comitato di Basilea ritenne tuttavia opportuno ampliare ulteriormente il novero delle metodologie d'indagine, differenziando l'approccio relativo ai *rating* interni in:

- a. *IRB foundation*, nel cui ambito era consentita una stima endogena riferita al solo fattore di rischio legato alla *probability of default*, ma era imposta l'applicazione delle stime fornite dalle Autorità di vigilanza con riguardo ai restanti parametri d'insolvenza;
- b. *IRB advanced*, in aderenza al quale veniva autorizzata la determinazione autonoma di tutti i fattori di rischio ad opera di quelle banche che avessero implementato procedure gestionali ed informative particolarmente efficaci ed efficienti.

È di tutta evidenza come, nelle scelte strategiche del Comitato, figurasse non solo la progettazione di un sistema volto ad incentivare – grazie al conseguente abbassamento del livello di capitale regolamentare e del relativo costo-opportunità – le imprese bancarie verso un progressivo affinamento dei sistemi organizzativi e delle procedure operative espletate, ma anche l’eliminazione – attraverso una discriminazione nel continuo tra i profili di rischio rilevati – di tutti quei fenomeni di selezione avversa che spingevano le imprese a rivolgersi alle banche dotate di sistemi di misurazione e controllo dalle maglie più larghe, effetto di strumenti regolamentare del tipo *one-size-fits-all*. Gli innegabili aspetti positivi ed i significativi miglioramenti apportati, non hanno tuttavia esonerato Basilea 2 da critiche

Input	IRB di base	IRB di avanzato
	Forinito dalla Banca in base alle proprie stime	Forinito dalla Banca in base alle proprie stime
Loss Given Default (LGD)	Valori prudenziali fissati dal Comitato (Autrità, in base a forme tecniche e garanzie reali)	Forinito dalla Banca in base alle proprie stime
Exposure at Default (EAD)	Valori prudenziali fissati dal Comitato	Forinito dalla Banca in base alle proprie stime
Maturità (M)	Valori prudenziali fissati dal Comitato: <ul style="list-style-type: none"> • 2,5 anni (esposizioni verso imprese); • 6 mesi (PCT) ovvero, a discrezione delle autorità nazionali di vigilanza 	Forinito dalla Banca in base alle proprie stime

feroci, per di più suffragate dall’osservazione della mancata tenuta dei presidi posti dell’Accordo all’irrompere della crisi finanziaria.

3. Basilea 2 alla prova della crisi: limiti e prospettive di riforma

La letteratura economica degli ultimi anni ha svolto una compiuta analisi in ordine alle cause che, nel 2007, hanno provocato l’irrompere della peggiore crisi finanziaria dopo la Grande Depressione del 1929. È ormai diffuso il convincimento che i forti squilibri verificatisi nei mercati siano stati originati da una molteplicità di fattori, che hanno favorito la diffusione di elementi di incertezza tra gli operatori e minato alla base la fiducia

nel sistema finanziario²³. Ci si intende in particolar modo riferire alla facile concessione di mutui *sub-prime* ed alla crescita su scala esponenziale del ricorso a strumenti derivati, in conseguenza di politiche monetarie ingiustificatamente espansive, di squilibri macroeconomici strutturali, nonché di fenomeni di incontrollata innovazione finanziaria sfociati in una sconsiderata sottovalutazione dei rischi da parte degli investitori finali e degli stessi intermediari finanziari. Fenomeno, quest'ultimo, che ha fatto emergere, in tutta la sua gravità, la totale inadeguatezza dei presidi patrimoniali determinati a fini prudenziali ad arginare le ingenti perdite subite. Sebbene l'Accordo di Basilea 2 fosse stato introdotto nell'ordinamento europeo soltanto a partire dal 2007²⁴ – ed addirittura non fosse entrato in vigore in quello statunitense –, lo scoppio della crisi finanziaria ha finito col metterne in luce taluni incontrovertibili profili di criticità.

Numerosi rilievi scaturiscono, in primo luogo, dalla constatazione che nella maggior parte dei casi il capitale detenuto dalle banche nel rispetto della regolamentazione prudenziale si fosse rivelato insufficiente non solo nella quantità, ma anche nella qualità degli strumenti che lo costituivano²⁵. Facendo leva sull'ampia gamma di strumenti che il Comitato di Basilea aveva ritenuto classificabile come patrimonio, nonché sugli ampi margini di discrezionalità lasciati ai singoli ordinamenti²⁶, svariate imprese creditizie avevano abusato delle possibilità loro concesse per costituire una sempre più consistente quota del patrimonio di vigilanza mediante collocamento sul mercato di strumenti cd. ibridi, realizzando in tal modo un innalzamento soltanto fittizio del coefficiente patrimoniale. Il ricorso preponderante all'emissione di strumenti di debito del tipo *quasi-equity* – a scapito di un rafforzamento del tutto marginale del *core tier 1* – ne aveva

²³ Cfr. CAPRIGLIONE F., *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano* cit., pag. 177.

²⁴ Nel 2008, per le banche che avessero adottato il metodo *IRB advanced* ed avessero usufruito dell'anno di proroga concesso loro.

²⁵ Nel dicembre 2009, lo stesso Comitato di Basilea aveva manifestato serie preoccupazioni in ordine a talune problematiche – insorte allo scoppio della crisi – destinate a definire gli elementi costitutivi del capitale, quali, tra l'altro, la mancata armonizzazione di una serie di *regulatory adjustment* alla componenti del *tier 1* e la scarsa trasparenza informativa sulla composizione dei capitali bancari; cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Strengthening the resilience of the banking sector*, 2009, pag. 4.

²⁶ CAROSIO G., *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 2, pag. 191.

così compromesso la solidità finanziaria, erosa altresì dalle generose distribuzioni di dividendi accordate nello stesso periodo²⁷.

Nonostante gli indubbi vantaggi in termini di deducibilità fiscale degli interessi e di mancata diluizione degli assetti proprietari ad essi collegati, gli strumenti in esame presentavano infatti l'inconveniente di essere percepiti dagli investitori come canali di debito a tutti gli effetti, donde la convinzione che le somme dovute andassero sempre corrisposte in modo puntuale ed incondizionato. Pur di scongiurare ingenti costi di natura reputazionale e non compromettere le future possibilità di raccolta, all'indomani della crisi le banche non hanno, pertanto, reputato opportuno ricorrere alla cancellazione dei pagamenti connessi a tale tipologia di strumenti, dimostratasi inefficaci nella copertura delle perdite inattese e non assimilabile alle forme più tradizionali di patrimonio (*common equity* su tutte)²⁸.

Un secondo ordine di problematiche attiene al carattere di *prociclicità* insito nell'apparato funzionale di Basilea 2, ossia alla tendenza ad amplificare – financo a rafforzare – le fluttuazioni caratterizzanti il ciclo economico. Così come delineati in seno al Comitato stesso, i requisiti patrimoniali fondati sui *rating* interni tendevano infatti a diminuire nelle fasi di crescita economica, aumentando altresì in quelle di recessione²⁹. Giova sottolineare in proposito come, nei momenti di crisi, le probabilità di insolvenza delle imprese finanziate possano essere suscettibili di subire un sensibile innalzamento, con conseguente deterioramento dei *rating* assegnati alle controparti ed aggravamento del relativo onere patrimoniale. Stante la contestuale difficoltà nel procedere alla raccolta di nuovi mezzi e ferma restando l'esigenza di mantenere invariato il rapporto, fissato in via regolamentare, tra capitale ed attività ponderate per il rischio, le banche possono essere spinte, in una situazione siffatta, adoperare un severo razionamento del credito concesso all'economia (cd. *credit crunch*), esponendo le imprese ad ulteriori tensioni finanziarie ed aggravando così lo stato di recessione³⁰. Sebbene, ad un livello microprudenziale, una regola-

²⁷ Cfr. ACHARYA V., GUJRAL I., SONG SHIN H., *Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009*, 2009, pag. 10.

²⁸ Cfr. CURCIO D., *Coefficienti patrimoniali e grado di leva delle banche: le novità di Basilea 3*, in *Banche e Banchieri*, 2010, n. 5, pag. 402.

²⁹ Cfr. CANNATA F., QUAGLIARIELLO M., *The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?*, CAREFIN Working Paper, 2009, n. 3, pag. 8.

³⁰ Allo stesso modo, a fasi espansive del ciclo economico si associa un generale

mentazione atta ad indurre le banche a detenere maggiori presidi patrimoniali in concomitanza di fasi recessive possa rivelarsi ottimale, questa stessa logica rischia – per contro – di divenire perversa qualora si assuma una visione aggregata di tipo macroprudenziale. Se, infatti, tutte le banche riducessero l'erogazione dei finanziamenti alle controparti industriali, questo comporterebbe certamente un acuirsi dello stato di crisi in atto, con conseguente incremento del rischio di *default* dei debitori ed inasprimento delle criticità a livello sistemico. Trattasi dell'ennesima riprova di come una buona misura di vigilanza microprudenziale possa non rivelarsi necessariamente ottimale ad un livello macro³¹.

Ulteriori critiche hanno investito, infine, la situazione finanziaria presente in molte grandi banche internazionali che, quantunque caratterizzate da coefficienti patrimoniali ampiamente in linea con i minimi regolamentari, avevano abusato del ricorso a livelli di leva finanziaria rivelatisi nel tempo insostenibili. All'irrompere della crisi numerose istituzioni finanziarie coperte da presidi patrimoniali del tutto inadeguati sono state poste di fronte all'urgenza di ridurre repentinamente il volume dei propri attivi in bilancio, innestando un duro processo di *deleveraging* che, seppur migliorativo della solvibilità delle singole banche, ha in realtà accentuato l'instabilità dei mercati finanziari^{32 33}. Alla luce del fenomeno delineato, molti studiosi hanno sostenuto che il sistema architettato nell'ambito di Basilea 2 – basato sulla sola taratura dei requisiti di capitale in rapporto ai

miglioramento del merito di credito delle controparti (*upgrading*), con conseguente innalzamento dei coefficienti patrimoniali ed ulteriore aumento dell'offerta di credito nel sistema economico.

³¹ La vasta letteratura economica prodotta sull'argomento ha posto in luce come il livello dei vincoli applicati al patrimonio rappresenti la soluzione di un problema di ottimizzazione di un *trade-off* legato alla contrapposizione fra costo privato del capitale e costo sociale dei fallimenti bancari. Sebbene a requisiti di capitale eccessivamente onerosi corrisponda il rischio di severe contrazioni creditizie e di indesiderati fenomeni di *underinvestment*, oneri patrimoniali non abbastanza rigorosi rischiano, invece, di minare la solidità delle imprese bancarie e favorire la trasmissione di una serie di *default* i cui costi ricadrebbero sull'intera collettività. Tale soluzione dovrebbe pertanto incorporare un duplice ordine di correlazioni: l'una – positiva – riferita al rischio sopportato dalle singole imprese bancarie (dimensione *cross-sectional*) e l'altra – negativa – connessa al rischio aggregato a livello sistemico (dimensione temporale); cfr. KASHYAP A. K., STEIN J. C., *Cyclical implications of the Basel-II capital standards*, 2003, pag. 5.

³² ONADO M., *Il problema è il capitale*, in *lavoce.info*, 28 agosto 2008

³³ L'evidenza empirica non supporta, tuttavia, l'esistenza di una correlazione negativa tra grado di leva finanziaria *ante* crisi ed intensità di smobilizzo degli attivi; cfr. BELTRATTI A., STULZ R. M., *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation*, Finance Working Paper, 2009, n. 254, pag. 4.

rischi insiti in ciascuna posta di attività – avesse nella sostanza condotto ad un indebolimento del legame tra dotazione patrimoniale e configurazione strategica complessiva, svuotando la prima della sua funzione garantistica ed indirizzando la seconda verso un'incontrollata crescita del volume di impieghi ed indebitamento.

Dalla constatazione di queste ed altre rilevanti problematiche³⁴ il più volte citato Comitato di Basilea ha dunque ritenuto opportuno procedere a tutta una serie di modifiche ed adattamenti della disciplina di riferimento³⁵ culminati, alla fine del 2010, nella formulazione di un progetto volto ad introdurre un nuovo complesso di regole per la stabilizzazione delle imprese creditizie e del sistema bancario nel suo complesso, confluito nell'Accordo di Basilea 3.

³⁴ Tra le quali necessita menzionare il ruolo svolto, nel corso della crisi, dalla manifestazione concreta del rischio di liquidità, dall'impatto sui mercati delle difficoltà manifestate dalle istituzioni finanziarie a rischio sistemico e dalle ingenti perdite subite nel novero delle attività inserite nei portafogli di negoziazione (cd. *trading book*), per il cui approfondimento si rimanda a RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare*, CAREFIN Working Paper, 2011, n. 1, pagg. 10 e ss.

³⁵ Basti pensare all'incalzante susseguirsi delle Direttive comunitarie volte alla revisione di quelle n. 2006/48/CE e 2006/49/CE di recepimento degli Accordi di Basilea 2 ed in particolare agli emendamenti contenuti nella Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 2009/111/CE ed in quelle della Commissione n. 2009/27/CE e 2009/83/CE (cd. CRD II), nonché nelle proposte di modifica avanzate nelle cd. CRD III e CRD IV ed ancora al vaglio delle Istituzioni comunitarie.

CAPITOLO SECONDO - IL PROGETTO DI BASILEA 3 NEL CONTESTO DELLA REGOLAMENTAZIONE PRUDENZIALE DEL CAPITALE BANCARIO

1. L'innalzamento del livello quantitativo e qualitativo del patrimonio di vigilanza

L'obiettivo prioritario ed irrinunciabile di stabilizzazione sistemica, che il Comitato di Basilea ha inteso perseguire attraverso il Terzo Accordo sul Capitale ha riguardato – *in primis* – l'efficace innalzamento del livello qualitativo degli elementi di capitale posti a presidio delle perdite inattese. La realizzazione di siffatta finalità ha comportato una rivisitazione degli strumenti destinati a definire il patrimonio di vigilanza, con contestuale e significativa semplificazione delle relative componenti³⁶.

Nello specifico, il ***tier 1*** (o *going concern capital*) – primo fondamentale presidio a salvaguardia della sana e prudente gestione bancaria in un'ottica di continuità aziendale – è stato ripartito in:

- *common equity*, composto da azioni ordinarie, riserve di utili e fondo sovrapprezzo azioni, la cui inclusione viene subordinata al rispetto di rigidi criteri volti ad accertare:
 - la sottoposizione, in uno scenario di liquidazione aziendale, al massimo grado di subordinazione (cd. *residual claim*) ed il diritto a ricevere una quota proporzionale del residuo di liquidazione, una volta soddisfatti tutti i detentori di strumenti caratterizzati da una maggiore *seniority*;
 - la mancanza di scadenze predefinite e di aspettative in ordine ad un loro probabile riacquisto o rimborso anticipato;
 - l'insussistenza di pagamenti obbligatori e l'assicurazione che i dividendi associati agli stessi possano scaturire soltanto da utili distribuibili;
 - l'assenza di garanzie di tipo alcuno da parte dell'emittente;
- *additional going concern capital*, costituito da strumenti ibridi aventi caratteristiche ben precise in termini di:
 - subordinazione rispetto ai restanti creditori della banca;

³⁶ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, 2010, pagg. 12 e ss.

- assenza di obblighi rispetto a distribuzioni predeterminate di dividendi, prestazione di garanzie da parte della banca, clausole di tipo *step up* ad incremento predefinito con riguardo ai pagamenti elargiti;
- durata perpetua.

Diversamente dal *common equity*, nell'ambito dell'*additional going concern capital* viene concessa alle aziende di credito la possibilità di usufruire di un'opzione *call* ai fini del riacquisto degli strumenti in esame, dopo che sia decorso un lasso temporale di 5 anni dall'emissione e previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza.

Passando al *tier 2*, va precisato che esso ha ora assunto la peculiare funzione di *gone concern capital*, diretto all'assorbimento delle perdite manifestatesi solo in caso di conclamata liquidazione dell'impresa bancaria. A seguito dell'abolizione della preesistente suddivisione tra *upper* e *lower tier 2*, in questa nuova categoria unitaria sono stati ricompresi quegli strumenti subordinati aventi originaria scadenza quinquennale³⁷, anticipatamente rimborsabili su richiesta dell'emittente dopo almeno 5 anni dall'emissione previa autorizzazione dell'Organismo di vigilanza e non strutturati sulla base di pagamenti periodici il cui importo sia stato legato al merito di credito della banca emittente (*credit sensitive dividend*).

Si è inoltre deciso di procedere all'eliminazione della classe patrimoniale di tipo *tier 3* – introdotta nel 1996 per la copertura del *market risk* –, onde garantire una maggiore uniformità di trattamento nella gestione delle diverse categorie di rischio e nella qualità del capitale all'uopo utilizzato.

Allo scopo poi di “depurare” i fattori testé delineati da tutta una serie di elementi suscettibili di fornire indicazioni fuorvianti sulla effettiva solidità del capitale bancario, è stato ritenuto necessario apportare taluni fondamentali aggiustamenti con specifico riferimento:

- agli investimenti in azioni proprie, completamente deducibili dal *common equity*;
- alle attività per imposte anticipate, portate totalmente in deduzione del *common equity* qualora derivanti da perdite non fiscalmente deducibili, oppure detratte per la parte eccedente il 10% dello stesso *common e-*

³⁷ Occorre tuttavia rilevare come negli ultimi 5 anni di vita residua dello strumento l'importo venga sottoposto a cd. *ammortamento regolamentare* e venga dunque computato al patrimonio di vigilanza ogni anno per una quota decrescente pari al 20%.

quity, qualora imputabili a sfasamenti temporali tra principi contabili e normativa fiscale³⁸;

- agli investimenti non consolidati in altre istituzioni finanziarie, deducibili – qualora eccedenti il 10% del *common equity* della partecipante – nell’ambito della categoria di patrimonio corrispondente a quella di appartenenza degli strumenti acquisiti, in base al cd. *corresponding reduction approach*;
- al patrimonio di pertinenza di terzi nelle banche controllate (“*minority interest*”), confluyente nel patrimonio consolidato di vigilanza non più integralmente, ma soltanto *pro-quota* in relazione alla parte effettivamente deputata alla copertura dei rischi sopportati dalla banca controllata³⁹;
- all’avviamento ed alle altre attività immateriali, portate anch’esse a deduzione del *common equity* nella loro totalità.

È stato altresì previsto che tutti gli strumenti computabili nel patrimonio di vigilanza debbano contenere clausole di *bail in*, atte a stabilire che i fondi necessari per far fronte, in situazioni di crisi, alle perdite e consentire la regolare prosecuzione dell’operatività vengano apportati in prima battuta dagli investitori sotto forma di titoli ibridi e subordinati e, soltanto in via residuale, dallo Stato. A questo stesso proposito, è stato stabilito che tutte le emissioni di *tier 1* e di *tier 2* che avranno luogo a partire dal gennaio 2013 siano corredate di una clausola speciale che prefiguri la svalutazione e/o la conversione dei titoli in capitale ordinario al verificarsi di un *trigger event*. A seconda della circostanza manifestatasi per prima nel tempo, detto *trigger event* potrà essere rappresentato da una svalutazione del capitale della banca per perdite dopo l’intervento dell’Autorità diretto al suo salvataggio, oppure l’adozione di una decisione destinata a garantire un supporto finanziario pubblico alla banca stessa.

Tutto questo per permettere ai soggetti detentori di titoli qualificati come capitale regolamentare di fornire un adeguato contributo ai costi di un’eventuale ristrutturazione, nonché per prevenire nuovi salvataggi attra-

³⁸ Tale distinzione trova fondamento nel fatto che, per poter recuperare negli anni successivi – attraverso minori versamenti – le attività per imposte anticipate, è necessario conseguire utili d’esercizio, che potrebbero tuttavia venire a mancare in situazioni di crisi, soprattutto qualora la banca abbia registrato perdite nel recente passato; cfr. RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare* cit., pagg. 17 e ss.

³⁹ La *ratio* sottostante è che, mentre il capitale di terzi fronteggia chiaramente i rischi della sussidiaria in cui è versato, esso non può essere utilizzato per coprire le perdite di altre società del gruppo.

verso l'utilizzazione di denaro pubblico a spese dei contribuenti⁴⁰, come peraltro accaduto nel corso della recente crisi.

A fronte del mantenimento di un coefficiente di solvibilità pari all'8% delle attività ponderate per il rischio, è dato ora rilevare una ricomposizione interna dello stesso a favore della quota di *common equity*, passata dal 2% al 4,5% e – più in generale – a favore del *tier 1*, accresciutosi dal 4% al 6% del patrimonio di vigilanza complessivo. In entrambi i casi, le banche saranno tenute a soddisfare tutti i nuovi requisiti imposti da Basilea 3 entro il 1° gennaio 2015. Stando agli accordi transitori, l'implementazione a livello interno da parte di tutti gli Stati membri dovrà aver decorrenza a partire da gennaio 2013, termine allo scadere del quale le regole stabilite dal Comitato dovranno aver trovato accoglimento in leggi e regolamenti nazionali. Nello specifico, il processo di progressiva integrazione dei nuovi *standard* ha previsto che, entro tale data, le banche raggiungano valori di *common equity* e *tier 1* pari, rispettivamente, al 3,5% ed al 4,5%, per poi arrivare al 4% ed al 5,5% nel gennaio 2014, fino a raggiungere i valori prefissati nel 2015⁴¹.

2. *L'introduzione dei cd. capital buffers: stabilità e contrasto del rischio sistemico*

Nell'ambito delle innovazioni introdotte dal nuovo schema di adeguatezza patrimoniale contenuto in Basilea 3, accresciuta rilevanza è stata attribuita al riconoscimento della dimensione macroprudenziale assunta dalla vigilanza, ora maggiormente volta all'identificazione ed al contenimento del cd. rischio sistemico, ossia del rischio che *shock* idiosincratici aventi origine nel sistema finanziario possano giungere a perturbare quello economico nel suo complesso. Nel constatare come questa tipologia di fenomeno sia stata ben superiore alla semplice sommatoria dei rischi sostenuti dalle singole istituzioni finanziarie, il Comitato di Basilea ha ritenuto opportuno inserire misure atte a contrastare i possibili casi di prociclicità,

⁴⁰ A partire dal 2013, gli strumenti, attualmente in circolazione, che risultino privi di tale clausola, sono destinati ad essere esclusi dal capitale regolamentare in dieci ratei annuali pari al 10% dell'ammontare totale.

⁴¹ Cfr. CURCIO D., *Coefficienti patrimoniali e grado di leva delle banche: le novità di Basilea 3 cit.*, pag. 404.

statuendo l'ingresso, nel nuovo assetto della disciplina, di *capital buffers* da attivare in situazioni di incontrollata accelerazione del ciclo economico.

Attraverso l'introduzione, a partire dal 2016, del *capital conservation buffer* è stato più in particolare previsto un accantonamento di riserve aggiuntive di *common equity*, pari al 2,5% delle attività ponderate per il rischio, *target* al raggiungimento del quale è stata condizionata – ad un livello sia consolidato, che individuale – l'erogazione di dividendi e di qualsiasi altro pagamento discrezionale a favore degli azionisti, nonché il riacquisto di azioni proprie e l'attribuzione di *bonus* a beneficio dei vertici aziendali. Nelle intenzioni del Comitato, l'introduzione di quest'ulteriore "cuscinetto" di capitale sarebbe finalizzata alla promozione, nelle fasi espansive del ciclo economico, di accumulazioni di capitale qualitativamente valido sino al 7% delle RWA⁴². Il ricorso a questo *buffer* permetterebbe poi che, in caso di fasi congiunturali di tipo recessivo, tale strumento possa venir eroso dalle perdite, senza tuttavia compromettere l'ordinata operatività della banca, autorizzata ad attingere al *common equity* fino a che questo non raggiunga la soglia minima del 4,5% per poi procedere alla ricostituzione dello stesso una volta che siano nuovamente prodotti degli utili⁴³.

Seppur caratterizzato da immediatezza e semplicità, uno strumento siffatto non può che destare talune perplessità in ordine all'effettivo perseguimento del proprio scopo originario, soprattutto ove si abbia riguardo alle implicazioni reputazionali scaturenti da un eventuale utilizzazione dello stesso. Ci si interroga, infatti, sull'effettivo costo-opportunità sopportato dalle banche nell'attingere al *capital conservation buffer* nei momenti di crisi, alla luce dell'implicito segnale di fragilità che un'azione del genere sarebbe in grado di trasmettere al mercato e del conseguente rischio di pregiudicare la capacità di raccolta e di provocare carenze di liquidità. Ci si chiede, pertanto, se non si corra piuttosto il rischio che la soglia del 7% venga concepita, di fatto, come un nuovo minimo costante nel tempo, al di

⁴² 8,5% considerando anche le componenti del *tier 1* diverse dal *common equity* e 10,5% con riferimento al patrimonio di vigilanza complessivo.

⁴³ Si è altresì cercato di porre rimedio al problema di quei comportamenti collettivi che, nel corso della recente crisi finanziaria, hanno impedito ad alcune banche di ridurre le distribuzioni di *bonus* discrezionali ed elevati dividendi anche in situazioni di grave deterioramento della situazione patrimoniale; cfr. BOCCUZZI G., *L'evoluzione della regolamentazione bancaria. Verso nuovi assetti*, lezione al Master di Secondo Livello in Regolazione dell'attività e dei Mercati Finanziari, LUISS Guido Carli, Roma, 17 dicembre 2010.

sotto del quale nessuna banca riterrebbe opportuno posizionarsi per non compromettere la fiducia degli altri operatori economici⁴⁴.

In aggiunta al *capital conservation buffer*, Basilea 3 ha poi previsto un ulteriore strumento, meglio noto come *counter-cyclical buffer*, da classificare come un requisito di capitale aggiuntivo composto da *common equity*, o da altre voci di capitale pienamente disponibili in caso di necessità “*on a going concern basis*”⁴⁵, in grado di attestarsi sino al 2,5% degli attivi ponderati per il rischio. Le Autorità di vigilanza nazionali potranno farvi ricorso al manifestarsi di fasi di surriscaldamento del ciclo creditizio, utilizzando eventualmente come criterio-guida non vincolante il divario esistente tra il valore corrente del rapporto prestiti bancari/PIL e il suo *trend* di lungo periodo. Il ricorso al *counter-cyclical buffer*, comunque, non è in alcun modo automatico ed è stato previsto che la decisione in ordine ad un suo utilizzo debba essere preannunciata con il largo anticipo di un anno, in modo da evitare violenti impatti su banche e mercati⁴⁶. È stato inoltre espressamente sancito che, quando attivato, la sua applicazione venga imposta avendo riguardo a tutte le esposizioni creditizie verso i prenditori residenti nel Paese ove sia in atto la fase di surriscaldamento suddetta⁴⁷. Ciò comporta che una banca debba procedere alla formazione del *buffer* in presenza di prestiti erogati a favore di soggetti residenti in determinati Paesi, e non attivarlo in caso di finanziamenti ad individui o società sottoposti ad altre giurisdizioni nazionali⁴⁸.

⁴⁴ Cfr. RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare* cit., pag. 20.

⁴⁵ Dunque, senza che si riveli necessario avviare la messa in liquidazione dell'impresa bancaria.

⁴⁶ Tuttavia, la mancanza di un *trigger point* oggettivo ed individuabile diretto a segnalare sia l'obbligo per le banche di costituire il *buffer* aggiuntivo, che il momento cui farvi ricorso in caso di necessità potrebbe rappresentare una mancanza di chiarezza atta a tradursi, in definitiva, in un'alea di incertezza; cfr. MASERA R., *The Basel III global regulatory framework: a critical review*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2011, pag. 218.

⁴⁷ Anche la decisione di consentire alle banche l'utilizzo del *buffer* in fase di recessione è interamente lasciata al giudizio delle Autorità nazionali, sebbene in ambito comunitario si stia considerando l'ipotesi di affidarla al Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico; cfr. TARANTOLA A. M., *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese*, Audizione presso la Camera dei Deputati, X Commissione (Attività produttive, Commercio e Turismo), 7 ottobre 2010.

⁴⁸ Per questo genere di situazioni viene stabilito che il *buffer* delle banche attive a livello internazionale venga calcolato come media ponderata dei singoli *buffers* imposti nelle diverse giurisdizioni nazionali dei Paesi nei quali sussistono esposizioni creditizie. Sebbene stabilito dall'Autorità del Paese destinatario dei finanziamenti, il mantenimento del *counter-cyclical buffer* dovrà essere assicurato dall'Autorità del Paese di appartenenza della banca coinvolta; cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidance for National authorities operating the countercyclical capital buffer*, 2010, pag. 5.

Pur introducendo elementi di flessibilità e dinamismo nell'ambito dell'attività di supervisione svolta dalle Autorità di vigilanza, il *counter-cyclical buffer* si configura, tuttavia, come una misura piuttosto controversa. In primo luogo, non focalizzandosi sulla correzione dell'*agere* di particolari banche eccessivamente aggressive nella concessione di credito al sistema economico, uno strumento siffatto rischia di gravare indiscriminatamente su tutte le imprese creditizie che erogano prestiti in un determinato Paese e di colpire ingiustamente anche quelle più virtuose, caratterizzate da una sana e prudente gestione e da già sufficienti accantonamenti di capitale.

Alla luce, inoltre, della circostanza che il *buffer* si attiva tenendo conto della nazionalità dei soggetti finanziati e non delle banche sottoposte a vigilanza, si potrebbe peraltro assistere ad ingegnose dinamiche elusive ad opera di aziende facenti parte di grandi gruppi industriali multinazionali che, onde evitare aggravii nel costo dei finanziamenti ricevuti, sarebbero indotte a richiedere finanziamenti attraverso proprie sussidiarie ubicate in Paesi dove il *buffer* non viene applicato e – successivamente – ad operare una canalizzazione dei fondi verso strutture operative aventi sede in Paesi ove sia stato formalmente imposto il requisito addizionale. A questo punto, le uniche “vittime” del *buffer* rischierebbero di essere solamente le piccole e medie imprese, prive di strutture necessarie alla realizzazione di triangolazioni di fondi tra Paesi esteri⁴⁹.

Ulteriori dubbi vengono, infine, sollevati in ordine all'eventualità che le grandi banche o i gruppi bancari operanti a livello transnazionale possano esser spinti ad operare, in estrema ipotesi, una riduzione delle proprie esposizioni creditizie verso operatori economici presenti nel Paese dove viene attivato il *buffer*, determinando – per una sorta di arbitraggio regolamentare – massicci trasferimenti di fondi tra i diversi sistemi finanziari nazionali⁵⁰.

⁴⁹ Cfr. RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare* cit., pag. 22.

⁵⁰ Oltre all'introduzione dei suddetti *buffers*, per far fronte al problema della prociclicità gli Organismi contabili sono stati invitati ad elaborare criteri maggiormente “*forward-looking*” per il calcolo delle svalutazioni su crediti, ai fini di un tempestivo accantonamento di risorse volte a far fronte a future perdite su prestiti, anche quando appaiano ancora *in bonis*. L'attuale normativa contabile tende, infatti, ad escludere la possibilità di operare consistenti rettifiche di valore sugli impieghi in assenza di precisi e ben individuati «eventi di perdita», in tal modo privando le banche di un adeguato incentivo ad operare svalutazioni su crediti in modo anticiclico. Si richiede dunque di far evolvere i principi contabili da un concetto di perdita

3. Profili definatori del non-risk-based leverage ratio

Ulteriore significativo intervento del Comitato di Basilea ha poi riguardato l'introduzione di un requisito massimo di leva finanziaria, configurato come rapporto minimo, scevro da ponderazioni per il rischio, fra patrimonio di base (*tier 1*) e totale dell'attivo comprensivo di eventuali posizioni fuori bilancio, pari al 3%, corrispondente ad un livello massimo di esposizioni pari a 33,3 volte il patrimonio di base.

$$\frac{\textit{Tier 1}}{\textit{Esposizioni in e fuori bilancio}} \geq 3\%$$

Dopo un'iniziale fase di monitoraggio – che si protrarrà dal 2013 al 2017 – nel corso della quale questo nuovo requisito sarà annoverato nella regolamentazione del «secondo pilastro», a partire dal 2018 esso si consoliderà nella disciplina dettata dal «primo pilastro», integrando i requisiti patrimoniali riferiti alle grandezze di tipo *risk-weighted*⁵¹.

Giova, al riguardo, rilevare come nella definizione del *leverage ratio*:

- al numeratore, la misura di patrimonio prescelta sia unicamente rappresentata dal *tier 1*, ovvero dalla categoria di strumenti più affidabili dello stato passivo del bilancio bancario;
- al denominatore, siano presenti tutte le esposizioni complessive, sia per cassa che fuori bilancio, cui apportare appositi accorgimenti qualora si presentino in forma di:
 - o esposizioni relative alle poste in bilancio diverse da strumenti derivati, da riportare al netto di eventuali accantonamenti specifici (non

realizzata (*incurred loss*) ad uno di perdita attesa (*expected loss*), peraltro già presente nella normativa in materia di vigilanza. Aumentando gli accantonamenti a riserva in occasione delle fasi di crescita del ciclo economico, le banche sarebbero così in grado di utilizzare parte di queste riserve nelle fasi recessive. Una simile gestione anticiclica degli accantonamenti servirebbe a compensare di fatto il comportamento prociclico dei requisiti patrimoniali. Tutto questo comporterebbe la necessità di conciliare la prospettiva della contabilità – basata sul principio dell'oggettività – con un'ottica di tipo prudenziale, più coerente con le logiche di gestione del rischio. Maggiore attenzione andrebbe infine dedicata all'esame delle caratteristiche dei sistemi di *rating* interni delle banche, ed in particolare alla loro capacità di "catturare" e comprendere per tempo il possibile deterioramento futuro delle *probability of default* connesso a una successiva fase negativa del ciclo (cd. rischio di *downgrading*). Cfr. CAROSIO G., *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale* cit., pag. 198.

⁵¹ Cfr. CANNATA F., QUAGLIARIELLO M., *La riforma regolamentare proposta dal Comitato di Basilea: una visione d'insieme*, in *Bancaria*, 2010, n. 2, pag. 15.

è tuttavia consentito operare riduzioni in presenza di garanzie reali, né compensazioni tra prestiti e depositi);

- derivati riportati sopra la linea, inclusi per il loro valore corrente e corredati da una stima relativa all'esposizione potenziale futura;
- impegni ad erogare fondi, accettazioni, lettere di credito *stand-by*, operazioni di prestito commerciale⁵², da ricomprendere tra le poste sotto la linea.

Da ultimo, è stato statuito che le banche debbano assicurare piena trasparenza al mercato relativamente alla propria leva finanziaria, destinata a divenire uno degli elementi portanti del «terzo pilastro» riferito alla disciplina del mercato.

L'introduzione del requisito di cui trattasi è diretta a contenere una espansione incontrollata dell'indebitamento, onde attenuare bruschi processi di *deleveraging* come quelli verificatisi nel corso della crisi, nonché a limitare possibili errori di misurazione connessi ad una non corretta applicazione dei sistemi di ponderazione per il rischio degli attivi contemplati nel «primo pilastro».

A ben guardare, le finalità testé descritte non appaiono tuttavia adeguatamente supportate nel merito. La teoria economica e la ricerca empirica hanno – in più di un'occasione – evidenziato come l'imposizione di un requisito patrimoniale basato unicamente su di un semplice rapporto fra capitale ed attivo sia risultato inadeguato ai fini della riduzione del rischio di insolvenza delle banche, rivelandosi per contro suscettibile di provocare un sensibile innalzamento nella loro propensione verso il rischio e reintroducendo inefficienti misure di tipo *one-size-fits-all*, dimostratesi addirittura controproducenti fin dai tempi del Primo Accordo di Basilea sul Capitale⁵³.

Alquanto fragile sembrerebbe, d'altra parte, anche l'argomentazione intesa a dimostrare che il *leverage ratio* configuri un requisito patrimoniale “semplice e trasparente” in grado di compensare eventuali errori nelle ponderazioni per il rischio. Come del resto argomentato da qualche Autorevole Studioso⁵⁴, esso non riuscirebbe affatto a risolvere la problematica

⁵² Tutte le poste descritte vanno ponderate al 100% come se si trattasse di crediti per cassa, contrariamente agli impegni incondizionatamente cancellabili per i quali è prevista una semplice ponderazione del 10%.

⁵³ Cfr. KIM D., SANTOMERO A. M. (1988), *Risk in banking and capital regulation*, The Journal of Finance, 1988, n. 5, pag. 1231.

⁵⁴ Cfr. SIRONI A., *Le proposte del Comitato di Basilea per la riforma del sistema di*

connessa alle ponderazioni per il rischio, limitandosi vieppiù ad attribuire una ponderazione uniforme – e pari al 100% – a tutte le classi dell’attivo. In questo senso, diviene oltremodo irrealistico pensare che eventuali imprecisioni nel sistema delle ponderazioni possano trovare adeguata risoluzione facendo ricorso ad una taratura tanto semplicistica ed approssimata. Tutt’altro che immediata ed automatica risulta peraltro l’indicazione, nella determinazione del totale delle esposizioni complessive poste al denominatore del rapporto, delle posizioni fuori bilancio, quantificate – ancora una volta – attraverso il ricorso a stime e *ponderazioni*. Ove si considerino le evidenti difficoltà nel definire l’interazione tra uno strumento siffatto ed i requisiti di patrimonializzazione di tipo *risk sensitive* fissati nel «primo pilastro»⁵⁵, è plausibile constatare come l’ampio consenso di cui questa misura gode tra i molti osservatori presenti nel settore vada forse attribuito non già a questioni tecniche, bensì ad una sorta di reazione emotiva, legata al desiderio di tornare all’utilizzo di misure apparentemente “semplici”⁵⁶ in luogo dei più complessi – ma più che mai necessari – modelli di *risk management* caratterizzanti la moderna operatività bancaria.

adeguatezza patrimoniale: quali evidenze dalla ricerca passata e quali implicazioni per la ricerca futura?, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 2, pag. 225.

⁵⁵ Cfr. SIRONI A., *Basilea 3, un percorso impegnativo per una riforma ambiziosa*, in *Bancaria*, 2010, n. 11, pag. 21;

⁵⁶ Suscettibili, in realtà, di ingenerare contraddizioni e difficoltà nell’ambito del processo di definizione ed ottimizzazione della variabili rischio-rendimento desiderate ad opera dei diversi livelli di *governance* a vario titolo coinvolti; cfr. GIESINGER M., MIU P., OZDEMIR B. (2010), *Can Basel III work? Examining the new capital stability rules by the Basel Committee – A theoretical and empirical study of capital buffers*, pag.29.

CAPITOLO TERZO - ANALISI DELL'IMPATTO SUGLI OPERATORI E SUL SISTEMA ECONOMICO

1. Le indagini sui possibili effetti di Basilea 3 nel periodo di grandfathering

Comportando un sensibile inasprimento del fabbisogno di capitale, l'impatto regolamentare che Basilea 3 sortirà sul sistema bancario – e, più in generale, sulla crescita economica – dovrà necessariamente costituire oggetto di attenta valutazione da parte delle Autorità di vigilanza, chiamate al delicato compito di controbilanciare interessi molteplici e contrapposti. Nonostante l'avvio del nuovo sistema sia stato formalmente fissato al gennaio 2013, occorre peraltro precisare che molti requisiti verranno introdotti con maggiore gradualità⁵⁷, sulla base delle seguenti considerazioni:

- durante la crisi, i sistemi bancari delle diverse Nazioni aderenti all'Accordo hanno ricevuto sostegni molto differenziati da parte dei relativi Governi e delle rispettive Autorità di vigilanza. Nel mentre, infatti, in alcuni Paesi numerose banche sono state adeguatamente supportate attraverso significativi aumenti di capitale sottoscritti dagli Stati, in altri Paesi i *policy makers* non hanno, per contro, ritenuto opportuno operare alcun tipo di intervento, complice il cattivo stato di salute delle finanze pubbliche. In ambedue i casi, una repentina introduzione dei nuovi e più stringenti requisiti sarebbe stata in contrasto con il principio del *level playing field*, pure sancito dal Comitato di Basilea ed inteso a non introdurre regole discriminatorie tra banche soggette e giurisdizioni diverse;
- sussiste, inoltre, il fondato timore che – soprattutto nell'attuale fase di congiuntura economica – i grandi gruppi bancari possano trovare serie difficoltà nell'allineare la propria struttura del passivo alle nuove regole. Quasi tutte le grandi banche commerciali hanno in effetti attraversato – o stanno tuttora sperimentando – un periodo caratterizzato da una bassa redditività del patrimonio, a sua volta riconducibile ad elevate

⁵⁷ Il requisito relativo al *common equity* entrerà a regime nel 2015; quello riferito al *capital conservation buffer* nel 2016-2019; quello riguardante l'esclusione degli strumenti di capitale non più computabili nel patrimonio di vigilanza avrà effetto a partire dal 2013 e sarà suddiviso in dieci "ratei" annuali; quello inerente le nuove deduzioni prudenziali dal *common equity* troverà applicazione a partire dal 2014 sotto forma di cinque ratei annuali.

perdite su crediti generate da un rallentamento nella crescita e da un contesto di bassi tassi di interesse che deprimono il margine di profitto⁵⁸ nell'ambito della tradizionale attività di intermediazione creditizia. Ove poi si consideri come la riduzione del grado di leva possa ulteriormente comprimere il *return on equity* atteso dagli azionisti, diviene evidente come, nello scenario delineato, la raccolta di nuovi capitali sul mercato rischi di divenire oltremodo onerosa, risultando arduo per molte imprese bancarie reperire in così poco tempo le risorse necessarie ai fini del rispetto dei nuovi requisiti stabiliti dall'Accordo;

- da ultimo, un avvio troppo repentino della nuova regolazione potrebbe innescare un impatto fortemente negativo sulla già debole crescita di

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Indice di leva (leverage ratio)	Monitoraggio regolamentare		Fase di sperimentazione (informativa dal 2015)				Vincolante		
Requisito minimo per il common equity (CE)			3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Capital conservation buffer (CCB)						0,6%	1,3%	1,9%	2,5%
CE + CCB			3,5%	4,0%	4,5%	5,1%	5,8%	6,4%	7,0%
Deduzioni dal common equity				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (Tier1)			4,5%	5,5%	6,0%				
Requisito minimo per il capitale totale	8,0%								
Requisito minimo per il capitale totale più capital conservation buffer	8,0%					8,6%	9,3%	9,9%	10,5%
Strumenti di capitale non più computabili nel non-core tier 1 e nel tier 2	Esclusione graduale in 10 anni con inizio dal 2013								

gran parte dei sistemi economici più avanzati⁵⁹.

Se è vero, dunque, che i nuovi presidi posti da Basilea 3 sono coniugati alla precipua finalità di assicurare maggiore stabilità al sistema, sussiste – d'altra parte – il fondato timore che la loro introduzione possa com-

⁵⁸ Dato dalla differenza tra tassi attivi applicati ai finanziamenti concessi e tassi passivi corrisposti ai depositi raccolti.

⁵⁹ Cfr. SIRONI A., *Chi ha paura di Basilea 3?*, in *Economia & Management*, 2010, n. 6, pagg. 8 e ss.

portare un'insostenibile mole di costi economici e sociali a carico del settore produttivo, dei consumatori e della collettività. È stato infatti da più parti argomentato come, attraverso l'imposizione di limiti più severi alla leva finanziaria delle banche e alla struttura dell'attivo e del passivo, l'intero sistema creditizio possa incorrere in notevoli difficoltà nell'esercizio del credito e nell'attività di trasformazione delle scadenze⁶⁰.

Per tale ordine di motivi, il Comitato ha già realizzato due studi di impatto per meglio comprendere quali riflessi possano avere le iniziative intraprese sull'assetto patrimoniale degli operatori bancari, nonché un'analisi di tipo macroeconomico volta a quantificare i costi ed i benefici di Basilea 3 in rapporto all'economia nel suo complesso.

Nello specifico, in seguito ad una prima ricerca – pubblicato nell'ottobre 2009 – volta a stimare l'impatto potenziale della nuova disciplina sui requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato⁶¹, con un secondo studio – presentato nel dicembre 2010 – si è inteso verificare l'impatto potenziale complessivo direttamente sulle imprese creditizie⁶², coinvolgendone ben 263 appartenenti a 23 Paesi diversi.

Non essendosi, tuttavia, tenuto conto della gradualità con cui le nuove regole entreranno in vigore, il secondo degli studi in questione non può in alcun modo rappresentare una sorta di “previsione” degli effetti di Basilea 3, costituendo piuttosto un semplice punto di riferimento – peraltro del tutto teorico – per favorire la comprensione della portata potenziale della normativa introdotta. L'utilizzo, inoltre, dei dati di bilancio riferiti all'anno 2009 è avvenuto prescindendo dalla formulazione di specifiche ipotesi sulla redditività delle banche nel periodo transitorio, nonché dal verificarsi di possibili cambiamenti nelle strategie aziendali come reazione al nuovo contesto normativo.

Nel distinguere – nell'ambito del campione analizzato – le banche attive a livello internazionale, ben diversificate e con patrimonio di classe *tier 1* superiore ai 3 miliardi di euro (Gruppo 1) da tutte le altre (Gruppo

⁶⁰ Con tale espressione ci si intende riferire all'impiego di depositi e passività a vista – assimilabili a forme di moneta liquida per la collettività – nel finanziamento a medio-lungo termine dei progetti di investimento pluriennale di famiglie ed imprese. Naturale corollario del fenomeno in parola è la rilevazione di una divaricazione tra le scadenze medie ponderate delle attività acquisite e delle passività assunte dalla banca.

⁶¹ Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Analysis of the trading book quantitative impact study*, 2009.

⁶² Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Results of the comprehensive quantitative impact study*, 2010.

2), l'analisi condotta rileva, a carico delle banche appartenenti ai Paesi del G-20, un *deficit* patrimoniale di circa 600 miliardi di euro, in massima parte (577 miliardi) attribuibile a quelle appartenenti al Gruppo 1.

Più in particolare, si osserva come, a seguito della ridefinizione degli strumenti ammessi a rientrare nel nuovo computo patrimoniale, il *core tier I* complessivo delle banche europee prese in esame⁶³ subisca un considerevole decremento, scendendo dal 10,7% al 4,9% dell'attivo ponderato per il rischio con riferimento a quelle facenti parte del Gruppo 1 e passando dall'11,1% al 7,1% ove si considerino le imprese bancarie rientranti nel Gruppo 2.

Sebbene al di sopra del nuovo livello minimo pari – come si ricorderà – al 4,5% delle RWA, una volta sommata un'ulteriore quota del 2,5% in ottemperanza a quanto imposto dal *capital conservation buffer*, il *deficit* di capitale risulta stimato in 263 miliardi di euro per le banche ricomprese nel Gruppo 1 ed in 28 miliardi per quelle incluse nel Gruppo 2. La più ampia categoria di capitale *tier I* subirebbe inoltre un decremento medio dal 10,3% al 5,6% per quelle appartenenti al primo Gruppo, nonché dal 10,3% al 7,6% per quelle da annoverare nel secondo^{64 65}.

Ciò precisato, è doveroso segnalare che la maggiore criticità dell'Accordo di Basilea 3 attiene al potenziale impatto negativo che l'inasprimento dei requisiti patrimoniali potrebbe produrre, attraverso un indebolimento della capacità creditizia delle banche, sulla crescita economica. Di questa criticità si è fatto, tra gli altri, portavoce l'*International Institute of Finance (IIF)* – Organismo associativo di cui fanno parte le principali banche internazionali del mondo – il quale ha stimato, in una propria pubblicazione⁶⁶, che un incremento di due punti percentuali dei requisiti patrimoniali delle banche potrebbe comportare, in un arco tempora-

⁶³ 50 banche appartenenti al Gruppo 1 e 196 al Gruppo 2; cfr. COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS, *Results of the comprehensive quantitative impact study*, 2010.

⁶⁴ Facendo inoltre ricorso alla nuova disciplina in tema definizione del capitale, il *leverage ratio* medio sarebbe rispettivamente pari al 2,5% ed al 3,5%.

⁶⁵ In ambito nazionale, stando alle stime effettuate dalla Banca d'Italia sulla base dei dati riferiti all'aggregato delle 22 banche italiane incluse nello studio d'impatto quantitativo (2 del Gruppo 1 e 20 del Gruppo 2) e rappresentative del 75% del totale attivo del sistema bancario, il fabbisogno di *common equity*, necessario ai fini del raggiungimento del livello del 7%, ammonta a 47 miliardi di euro tenendo presente la situazione di fine anno 2009 ed a 40 miliardi di euro, considerando quella relativa alla fine del primo semestre 2010; cfr. BANCA D'ITALIA, *Nota di approfondimento*, 2010, pag. 2.

⁶⁶ INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, *Basel III – Capital standards. IIF preliminary analysis*, 2010.

le di 5 anni, una diminuzione della crescita economica di USA, Giappone e Paesi dell'area euro nella misura di circa 3 punti percentuali del PIL (pari a circa lo 0,3% all'anno per ogni punto percentuale aggiuntivo di capitale). Sul punto, una prima rassicurazione è venuta proprio dal Comitato che, in collaborazione con il *Financial Stability Board* (FSB), ha svolto un'approfondita analisi dell'impatto macroeconomico derivante dall'inasprimento dei requisiti patrimoniali a carico delle imprese creditizie⁶⁷. I risultati di questo lavoro – peraltro molto diversi da quelli pubblicati dall'IIF – portano a stimare un decremento della crescita economica pari allo 0,19% per ogni punto percentuale di aumento dei requisiti patrimoniali. Tale impatto negativo si verrebbe a manifestare in un arco temporale di quattro anni e mezzo, comportando dunque una diminuzione della crescita annua di circa lo 0,04%⁶⁸.

Nel merito della disamina condotta, rilevanza fondamentale assume tuttavia l'arco temporale entro il quale le banche sarebbero chiamate ad incrementare i rapporti patrimoniali prefissati in sede di regolamentazione. A questo proposito, la durata del periodo di transizione diviene un fattore cruciale nell'influenzare sia le strategie delle singole banche ai fini del raggiungimento dei livelli prefissati, che l'attività economica a livello aggregato.

Dall'analisi comparata di tre diversi periodi di implementazione – pari, rispettivamente, a 2, 4 e 6 anni – è dato infatti rilevare come, nel caso di inasprimento dei requisiti suddetti in tempi relativamente brevi, le imprese creditizie non sarebbero in grado di conseguire il valore *target* desiderato esclusivamente attraverso una ritenzione degli utili, rendendo così necessaria l'emissione di nuovi capitali, con conseguente possibile pressione al rialzo del costo degli stessi e corrispondente innalzamento dei tassi applicati sui prestiti. Tassi più elevati troverebbero riflesso in una riduzione della domanda di credito e – più in generale – in effetti negativi a livello macroeconomico⁶⁹.

⁶⁷ MACROECONOMIC ASSESSMENT GROUP, *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, 2010.

⁶⁸ Tale valore sarebbe fondamentalmente correlato all'entità dell'aumento degli *spread* creditizi ed all'effetto di razionamento del credito, elementi che, in concorso tra loro, porterebbero ad una flessione del tasso di crescita annuo del PIL compreso tra lo 0,08 e lo 0,12%; cfr. TARANTOLA A. M., *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese* cit., pag. 7.

⁶⁹ Cfr. TOMASINI S., ZICCHINO L., *Il nuovo impianto di regole e sintesi delle valutazioni sugli effetti macroeconomici*, Rapporto di previsione gennaio 2011 – Prometeia, 2011, pag.

Nonostante sia stato dunque dimostrato come un'entrata in vigore graduale possa contribuire al contenimento di possibili impatti negativi sulla crescita economica, occorre d'altra parte considerare che, proprio alla luce del ruolo predominante assunto dalle aspettative degli operatori economici, il mercato potrebbe imporre – nell'ipotesi di situazioni di tensione – un più tempestivo e rapido adeguamento ai parametri quantitativi di medio termine fissati dal nuovo quadro disciplinare. Se così fosse, stante la bassa redditività che caratterizza – e, presumibilmente, caratterizzerà – le imprese bancarie, l'esigenza di ricorrere a consistenti aumenti di capitale avrebbe effetti negativi tutt'altro che trascurabili⁷⁰ sia sulla crescita che sul rischio.

2. Segue: *l'interazione con le dinamiche operative delle imprese bancarie*

L'introduzione di requisiti più rigidi in tema di adeguatezza patrimoniale ha suscitato timori ed aspettative in ordine alle possibili implicazioni non solo di ordine macroeconomico, per via dei possibili effetti sulla disponibilità di credito bancario e del suo costo per l'intero sistema economico, ma anche di natura microeconomica, con riferimento all'influenza che la nuova disciplina eserciterà sulle scelte operative adottate dai soggetti appartenenti al settore⁷¹.

È da presumere infatti che la rinnovata normativa in materia di vigilanza bancaria internazionale adottata in seno a Basilea 3 possa avere importanti riflessi strategici e decisionali sulle aziende di credito ai fini della ridefinizione della loro struttura gestionale e del loro posizionamento sul mercato. Le nuove esigenze qualitative e quantitative di patrimonializzazione dovranno necessariamente condurre ad un'analisi strategica circa l'opportunità di riconsiderare e, se del caso, modificare l'attuale politica aziendale in materia di ricorso al mercato dei capitali, nonché la necessità

111.

⁷⁰ Cfr. MASERA R., *Le nuove regole di Basilea 3*, 2010, pag. 38.

⁷¹ Il tasso sui prestiti è dato, infatti, dalla sommatoria del costo del capitale e di uno *spread* atto a coprire le spese di intermediazione (amministrative e per i rischi assunti) ed a garantire un ritorno per gli azionisti. Un innalzamento dei requisiti minimi patrimoniali potrebbe allora comportare un aumento del costo del capitale per unità di attivo e, quindi, del costo delle passività complessive. Il rischio è quello di generare una pressione sul "prezzo" degli impieghi con conseguente potenziale riduzione del credito in circolazione, nonché di favorire una nuova spirale recessiva; cfr. MUSSARI G., *Basilea III e l'impatto sui finanziamenti bancari alle imprese italiane*, in *Bancaria*, 2010, n. 10, pag. 7.

di porre maggiore attenzione alla redditività di medio-lungo periodo e di progettare un'adeguata politica di destinazione degli utili in vista del raggiungimento di un più equilibrato rapporto fra accantonamenti e dividendi.

Ciononostante, si appalesa il rischio che talune banche, pur fissando livelli di *payout* dei dividendi più bassi rispetto a quanto sinora avvenuto, vengano a trovarsi nelle condizioni di non poter riprendere livelli di redditività tali da consentire la formazione di utili ed il rafforzamento patrimoniale auspicati, donde il ricorso ad ingenti emissioni azionarie per far fronte al necessario adeguamento ai nuovi requisiti imposti da Basilea 3.

Particolare attenzione andrebbe dunque posta – a questo specifico riguardo – sui possibili riflessi che i cambiamenti normativi in atto avranno sulla profittabilità del *business*, una flessione della quale potrebbe produrre l'effetto, sicuramente indesiderato, di far considerare poco appetibili gli investimenti nel capitale bancario e rendere ancor più difficoltoso il processo di ripatrimonializzazione prefissato, con conseguente necessità di ricalibrare verso l'alto il costo dei servizi offerti alla clientela.

Tutto questo comporta per le banche la necessità di rideterminare gli obiettivi aziendali prospettici in materia di volume e di composizione delle attività, ai fini di un'efficace valorizzazione di quelle forme ritenute ottimali per assicurare un necessario bilanciamento fra le esigenze di patrimonializzazione prima ricordate ed il posizionamento nel settore sia a livello unitario, che di singoli segmenti di mercato penetrati. Alla luce, dunque, del nuovo quadro disciplinare, è da prefigurare una più massiccia raccolta di nuovo capitale azionario ed un più esteso autofinanziamento attraverso utili non distribuiti, accompagnato da un minor ricorso a strumenti ibridi⁷².

Significativi interventi sul fronte delle passività potrebbero pertanto determinare:

- il ricorso ad aumenti di capitale a pagamento secondo logiche classiche;
- la sostituzione di quegli strumenti finanziari classificati come patrimonio dalla precedente regolamentazione dettata da Basilea 2 e non più accettati come tale nella più restrittiva definizione di Basilea 3, con conseguente loro conversione in azioni ordinarie;

⁷² LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Il rafforzamento patrimoniale delle banche, prime indicazioni sull'impatto delle nuove proposte di Basilea*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 2, pag. 257.

- l'adozione di appropriate politiche di reinvestimento di utili, dirette ad affiancare, quando non sufficienti a sostituire, quelle basate sugli aumenti di capitale a pagamento prima ricordati.

È peraltro di tutta evidenza come il ricorso – che si prospetta massiccio e generalizzato – ad emissioni azionarie e, più in generale, ad una strategia reindirizzata verso strumenti a maggiore scadenza sarà condizionato da un contesto economico nell'ambito del quale le banche – mosse da accresciute esigenze di finanziamento –, dovranno fronteggiare sui mercati primari l'accanita concorrenza di numerosi operatori, tra i quali è d'uopo annoverare molti debitori sovrani. Tale circostanza, ove si abbia riguardo all'elevato volume di debito bancario in scadenza, sarà potenzialmente in grado di esercitare ulteriori notevoli pressioni sul costo della raccolta⁷³. Pur riconoscendo, inoltre, che l'innalzamento del livello di capitale potrebbe sortire effetti positivi sul contenimento di insidiose pratiche di *moral hazard* da parte degli azionisti, non vanno d'altra parte sottovalutati i possibili effetti che gli aumenti di capitale azionario suddetti potrebbero sortire sugli assetti proprietari delle banche e sui rapporti di potere interni alle stesse. Un ruolo determinante sarà svolto, in proposito, da fattori di primaria importanza, quali la dimensione dei fabbisogni, la situazione economico-patrimoniale delle singole banche, le condizioni di offerta al mercato delle nuove azioni, le esigenze e la disponibilità futura dell'azionariato (specialmente di maggioranza), la situazione del mercato, nonché la compresenza, o meno, di emissioni da parte di altre banche e la relativa manifestazione temporale⁷⁴.

Sotto l'aspetto degli interventi destinati alla ridefinizione qualitativa e quantitativa delle attività, le imprese bancarie avrebbero la possibilità di optare per una riduzione del volume degli impieghi in essere, o per una ricomposizione finalizzata ad un ridimensionamento delle poste più rischiose – cui debbono corrispondere maggiori accantonamenti patrimoniali – a favore di attività dirette ad assorbire un minor capitale regolamentare. Con riguardo a quest'ultimo aspetto, specifica attenzione dovrà essere prestata, nel processo di determinazione del capitale suddetto, alle diverse modalità di trattamento delle poste attive classificate dalla regolamentazione scaturita in seno a Basilea 3 in maniera diversa rispetto a quella elaborata a Ba-

⁷³ Cfr. PROMETEIA, *Presentazione dei rapporti "Analisi dei bilanci bancari" e "Previsione dei bilanci bancari"*, Milano, 25 maggio 2011.

⁷⁴ Cfr. RUOZI R., *Basilea 3 e le banche italiane*, 2011, pag.7.

silea 2 e che potrebbero condizionare le decisioni operative intraprese anche in maniera piuttosto incisiva.

Il necessario miglioramento in termini di efficienza del sistema creditizio dovrà inoltre passare attraverso un'appropriate fase di controllo dell'andamento dei costi operativi, con conseguente esigenza per gli operatori di realizzare efficaci azioni di *cost management* senza tuttavia penalizzare gli investimenti necessari al raggiungimento degli obiettivi di sviluppo del *business*.

Tutt'altro che neutrale, la disciplina di Basilea 3 potrebbe rivelarsi in realtà cruciale sia nell'indirizzare l'operatività delle banche verso questa o quella struttura di medio periodo dell'attivo di bilancio, che nell'orientare queste ultime nella scelta tra le diverse possibili modalità di ricomposizione del passivo.

L'influenza che le regole in materia di patrimonializzazione – e, in particolar modo, del peso esercitato dal calcolo del rischio e dell'assorbimento patrimoniale delle singole componenti dell'attivo – eserciterà sulla diffusione di una nuova cultura bancaria dovrebbe comunque favorire un ragionevole compromesso tra recupero della redditività e posizionamento delle imprese creditizie su più elevati livelli di stabilità micro e macroprudenziale. Tutto questo, grazie ai benefici che, nelle aspettative del Comitato, andrebbero connessi al minor profilo di rischio delle imprese creditizie, alla maggiore fiducia del mercato nella solidità del sistema bancario ed alla minore probabilità di eventi di crisi, atte a compensare – nel medio-lungo termine – l'impatto negativo sulla crescita economica nei primi anni di introduzione delle nuove regole, a causa delle forti limitazioni gravanti sullo svolgimento della tradizionale attività di trasformazione dei rischi e delle scadenze, da sempre differenziata rispetto a quella degli altri operatori economici presenti sul mercato.

3. *L'implementazione di Basilea 3 nel sistema bancario italiano*

Nonostante il sistema bancario italiano abbia ben sopportato gli *shock* negativi derivanti dalla crisi finanziaria, anche grazie all'applicazione di un modello di intermediazione di tipo tradizionale caratterizzato da una bassa esposizione a strumenti finanziari complessi e da una leva finanziaria piuttosto contenuta, è stato rilevato come, a fronte della produzione di utili elevati, negli ultimi 15 anni l'adeguatezza patrimo-

niale delle banche nazionali abbia subito un peggioramento qualitativo, per lo più dovuto ad una progressiva sostituzione di strumenti di capitale “puro” con strumenti finanziari di tipo ibrido e legato alla sempre maggiore rilevanza assunta nel tempo da generose politiche di distribuzione dei dividendi agli azionisti, che ne hanno comportato una progressiva erosione⁷⁵.

In tale ottica, in sede di ampia consultazione svolta nel merito delle iniziative intraprese con Basilea 3, il settore bancario italiano, pur condividendo la necessità di introdurre un nuova e più adeguata regolazione, ha ritenuto opportuno segnalare la scarsa considerazione manifestata dalla nuova disciplina verso i modelli di *business* perseguiti dalle banche domestiche, nonché la sottovalutazione di taluni fattori cruciali, quali il legame con il territorio, il rapporto tra quota di prestiti all’economia e quota di prestiti di natura finanziaria e la prevalenza di una raccolta basata su depositi ed obbligazioni rispetto a quella effettuata nell’ambito del mercato all’ingrosso⁷⁶. Tutto questo, a discapito del raggiungimento di un equilibrato *trade-off* che fosse in grado di contemperare l’introduzione di una normativa omogenea ed il rispetto di talune peculiarità nazionali.

Sempre guardando al nostro Paese, riesce veramente difficile valutare ad oggi gli effetti di una “alterata” capacità di credito delle banche sulle imprese e sui diversi comparti dell’economia, ma è possibile ipotizzare che l’impatto scaturente dalla riforma inciderà in maniera preponderante proprio su quei soggetti che fanno maggiore affidamento sul credito bancario ed, in particolare, sulle piccole e medie imprese dotate di una più fragile struttura finanziaria⁷⁷.

Importanti conseguenze potrebbero derivare da quelle iniziative disciplinari volte, tra l’altro, ad escludere dal patrimonio di vigilanza le attività per imposte anticipate⁷⁸, aventi una particolare rilevanza nel sistema

⁷⁵ BROGI M., *Adeguatezza patrimoniale e politica dei dividendi nelle banche italiane*, in *Bancaria*, 2010, n. 12, pag. 15.

⁷⁶ ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Verso Basilea 3: la posizione dell’industria bancaria italiana*, in *Bancaria*, 2010, n. 4

⁷⁷ La riforma conferma, tuttavia, i meccanismi disegnati in seno a Basilea 2 per contenere l’assorbimento patrimoniale associato ai crediti erogati alle PMI. Con riguardo a quelle aventi un fatturato inferiore a 50 milioni di euro, la riduzione in termini di requisito – calcolato sulla base dei modelli interni – arriva sino al 20% a parità di rischio, cfr. TARANTOLA A. M., *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, Intervento tenuto al Convegno inaugurale del Master in Finanza Avanzata, a cura della Scuola di Alta Formazione dell’I. P. E, Napoli, 21 gennaio 2011, pag. 11.

⁷⁸ ZACCARIA L., *La crisi, Basilea 3 e la fiscalità: gli impatti per le banche e per l’economia italiana*, in *Bancaria*, 2010, n. 5, pag.19.

bancario italiano per i limiti – particolarmente stringenti e non riscontrabili in altre legislazioni nazionali di settore – posti alla deducibilità fiscale degli accantonamenti e delle svalutazioni su crediti⁷⁹. Tali limitazioni comportano, infatti, la formazione di attività per imposte anticipate piuttosto consistenti, destinate a non poter essere più computate nel calcolo del *common equity*⁸⁰ proprio a seguito dell'introduzione della disciplina di Basilea 3.

Al fine di ridurre questo evidente svantaggio competitivo, con la legge 26 febbraio 2011, n. 10, di conversione del decreto legge 29 dicembre 2010, n. 225 (cd. decreto Milleproroghe) è stata introdotta una specifica normativa di riferimento per disciplinare la trasformazione di alcune tipologie di attività per imposte differite in crediti di imposta (art. 2, commi 55 e ss.)⁸¹. Tale provvedimento è stato concepito dal legislatore italiano come strumento diretto a conciliare la nuova regolamentazione con l'accennata peculiarità tutta italiana di prevedere l'esistenza di un tetto alle detrazioni per svalutazione di crediti: con la trasformazione di attività bancarie differite in crediti d'imposta da cedere o compensare – nel caso di accertamento di perdite d'esercizio in sede di redazione di bilancio – con

⁷⁹ Le imposte anticipate corrispondono, infatti, alle imposte – determinate in base alla normativa fiscale – risultanti dalla dichiarazione dei redditi d'esercizio, ma non ancora rilevate nel Conto Economico come imposte sul reddito d'esercizio a causa del mancato rispetto del principio di competenza, donde la loro imputazione ad esercizi successivi (cd. *doppio binario*).

⁸⁰ Si ricorda che la nuova disciplina prevede che le imposte differite attive (per svalutazioni su crediti) – da considerare, sotto l'aspetto generale, al netto delle imposte differite passive, posto che sia le prime che le seconde abbiano come destinataria la stessa Autorità fiscale ed il calcolo venga ammesso dalla normativa fiscale del Paese di riferimento – possono essere computate nel *common equity* solo fino al 10% dello stesso, deducendo dallo stesso la parte eccedente le attività differite.

⁸¹ Le tipologie di attività per imposte anticipate iscritte in bilancio sono quelle relative a:

- svalutazioni di crediti non ancora dedotte dal reddito imponibile;
- valori di avviamento;
- altre attività immateriali le cui componenti negative sono deducibili in più periodi di imposta.

Il requisito fondamentale per poter procedere alla trasformazione di alcune tipologie di imposte anticipate in crediti d'imposta è aver rilevato una perdita nel bilancio di esercizio individuale. Ulteriori limitazioni a detta conversione riguardano poi l'ammontare della trasformazione e le caratteristiche di tale credito.

L'ammontare potrà essere pari al prodotto tra perdita di esercizio e rapporto tra le attività per imposte anticipate indicate ai punti sopra evidenziati e la somma del capitale sociale e delle riserve.

Riguardo poi alle caratteristiche, viene specificato che il credito di imposta:

- non è produttivo d'interessi;
- non è rimborsabile, nel senso che non se ne può chiedere il rimborso al fisco;
- è cedibile, ovvero può essere utilizzato (senza limiti di importo) in compensazione ai sensi dell'art. 17 del d. lgs. 9 luglio 1997, n. 241.

debiti fiscali, dette attività saranno infatti ritenute idonee ai fini della copertura delle perdite suddette in situazione di continuità aziendale (*going concern*).

Nel complesso, nonostante l'operatività del sistema bancario italiano possa essere ritenuta ancora molto lontano dalla condizione di normalità auspicata a seguito della crisi finanziaria degli ultimi anni, le imprese creditizie nazionali hanno comunque mostrato una più contenuta esposizione al rischio di liquidità, grazie al ricorso ad un'ampia provvista al dettaglio di depositi presso la clientela, poco sensibile alla volatilità dei mercati.

Alquanto significativo si rivela, tuttavia, il rischio di credito verso le imprese industriali che, in conseguenza dell'elevata correlazione con le attuali condizioni macroeconomiche e dell'adozione di un modello di intermediazione prevalentemente orientato all'attività creditizia verso famiglie ed imprese, è in grado di esporre il sistema bancario italiano a seri rischi di deterioramento del ciclo economico. Gli effetti negativi della crisi finanziaria si manifesterebbero dunque non tanto sotto forma di svalutazioni e perdite nei portafogli finanziari, quanto attraverso un deterioramento della qualità del portafoglio crediti⁸².

Alla luce di quanto sopra esposto, è ragionevole ritenere che, per poter far fronte alle esigenze imposte dal nuovo impianto regolamentare, nel prossimo futuro le banche italiane – alla luce delle difficili condizioni attualmente riscontrate sul versante dell'offerta di strumenti finanziari sui mercati dei capitali – perseguiranno scelte operative di medio periodo improntate alla ricostituzione di adeguati livelli di redditività, funzionali alla formazione di accrescimenti patrimoniali generati internamente.

La progressiva sostituzione, inoltre, di strumenti di capitale supplementare non più ammissibili ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza con forme più classiche di capitale proprio, dovrà necessariamente imporre una maggiore oculatezza nella distribuzione di *bonus* e dividendi che, congiuntamente al compimento di opportuni processi di razionalizzazione, permetta di conseguire più elevati canoni di efficienza operativa.

⁸² Cfr. LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Il rafforzamento patrimoniale delle banche, prime indicazioni sull'impatto delle nuove proposte di Basilea* cit., pag. 242. A conferma di ciò è stato rilevato come, nel 2010, il rendimento del capitale e delle riserve dei cinque maggiori gruppi bancari italiani si sia attestato intorno al 4%, a fronte del 7,8% registrato in media da 12 grandi intermediari europei del credito. Sulla situazione descritta avrebbero pesato proprio la debole crescita degli attivi, l'aumento del costo della raccolta e la bassa qualità del credito; cfr. BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali del Governatore*, in occasione dell'*Assemblea Ordinaria dei Partecipanti*, Roma, 31 maggio 2010, pag. 16.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dalla lettura delle pagine che precedono è possibile evincere come l'insieme delle iniziative regolamentari, riconducibili nell'ampio progetto di Basilea 3 e dirette a promuovere una più sana e prudente gestione delle imprese bancarie, rappresenti il punto di arrivo di un percorso di ricerca, intrapreso dalle Autorità di vigilanza dei principali sistemi economici mondiali, verso un equilibrato *trade-off* tra la prevenzione di nuove crisi ed il supporto ad un'ordinata crescita dei mercati finanziari e delle economie reali sottostanti. Nel perseguire questo ambizioso obiettivo, un ruolo centrale è stato ascritto – ancora un volta – ai requisiti di carattere patrimoniale, ormai unanimemente riconosciuti come elemento fondante di un sistema bancario connotato da stabilità e resilienza, attribuzioni a loro volta indispensabili per il conseguimento di elevati livelli di efficienza e sviluppo.

Come peraltro osservato nel corso dell'analisi che – muovendo da Basilea 1 e snodandosi attraverso l'avvicendamento (prima) ed il superamento (poi) di Basilea 2 – ha dapprima ripercorso le fondamentali tappe evolutive in materia, anche Basilea 3 costituisce il risultato di quel dialogo, aperto e costruttivo, grazie al quale soggetti vigilati ed Autorità di supervisione hanno congiuntamente gettato le basi per la configurazione di un assetto normativo quanto più possibile ricettivo delle istanze dei diversi attori economici e delle tendenze emerse sui mercati finanziari nel tempo. Nell'ambito del nuovo quadro disciplinare, un *modus operandi* siffatto ha portato a riconoscere la necessità di attribuire alla vigilanza anche una dimensione macroprudenziale che, nell'affiancarsi alla ormai consolidata attività di supervisione microprudenziale sugli operatori, sia volta ad impedire che singoli *shock* di tipo idiosincratico degenerino in fenomeni di portata sistemica.

Allo scopo di favorire una completa comprensione del fenomeno in parola, il corpo centrale dell'elaborato è stato specificamente dedicato all'esame delle principali novità di carattere patrimoniale cui, in ottemperanza a quanto sancito dall'Accordo di Basilea 3, le banche saranno tenute ad adeguarsi negli anni a venire. Ci si intende, in particolar modo riferire all'innalzamento del livello qualitativo del capitale regolamentare detenuto a fronte delle cd. perdite inattese, alla predisposizione di *capital buffers* da

accantonare a fini di stabilizzazione anticiclica ed alla reintroduzione di un indice di leva finanziaria di tipo *non-risk-based* a contrasto di *trend* di indebitamento non sostenibili nel medio-lungo termine.

Nonostante alcuni indiscussi vantaggi di cui, grazie a questi strumenti, le economie mondiali potranno beneficiare in futuro, nel corso della trattazione sono state tuttavia evidenziate anche talaltre incontrovertibili criticità che – nell’opinione di chi scrive – tradiscono un impianto a volte poco armonico, difficilmente riconducibile ad un disegno unitario che possa essere definito pienamente coerente in tutte le sue parti. Basti pensare, a titolo meramente esemplificativo, alle evidenti difficoltà che è dato incontrare qualora si cerchi di relazionare in modo logico uno strumento grezzo ed approssimativo, quale il menzionato *leverage ratio*, con il più sofisticato impianto di calcolo di tipo *risk sensitive* contemplato nell’ambito del «primo pilastro», oppure ancora alla mancata considerazione dell’influenza che il ricorso ai citati *buffers* di capitale potrà esercitare sugli equilibri strategici e reputazionali delle imprese bancarie.

Ulteriori perplessità sono state inoltre destate dal rischio – non troppo remoto – che le esigenze di trasparenza ed immediatezza manifestate attraverso l’introduzione di alcuni elementi della nuova architettura regolamentare in esame, si possano tradurre in un inaccettabile ritorno al semplicismo del passato, a discapito di un sì complesso, ma quanto mai necessario affinamento dei processi di identificazione, gestione e monitoraggio delle situazioni di *stress*, da mantenere costantemente aggiornati per effetto delle dinamiche innovative in atto. Si ritiene infatti che, al pari del ricorso a pure imprescindibili indicatori di tipo quantitativo (cd. misure di *sicurezza passiva*), certamente determinante per l’ottimizzazione delle dinamiche gestionali future sarà anche l’implementazione di misure finalizzate alla valorizzazione dei flussi informativi, degli *standard* di controllo e delle tecniche di sterilizzazione dei rischi (cd. misure di *sicurezza attiva*). In tale ambito, non può non essere menzionata la funzione primaria che hanno assunto, tuttora svolgono e continueranno ancora a detenere nell’ambito degli assetti organizzativi le pratiche di promozione e rafforzamento di solide strutture di *corporate governance* e di adeguati modelli di *risk management*, forse non sufficientemente potenziati dalla nuova disciplina di Basilea 3.

Nel procedere, infine, all’esposizione dei possibili scenari che i nuovi requisiti patrimoniali fissati da Basilea 3 saranno in grado di determina-

re sia con riguardo al periodo transitorio di adeguamento alle nuove regole (cd. *grandfathering*), che sotto l'aspetto dell'interazione con le dinamiche operative delle imprese bancarie, particolare attenzione è stata posta sugli effetti della disciplina sui singoli attori del mercato, le quali, sebbene non facilmente prevedibili, saranno – a sommosso avviso – tutt'altro che trascurabili.

A fronte dei miglioramenti che, nelle aspettative del Comitato, andrebbero connessi al minor profilo di rischio delle imprese creditizie, alla maggiore fiducia del mercato nella solidità del sistema bancario ed alla minore probabilità di eventi di crisi, l'impatto complessivo subito dai sistemi economici nei primi anni di introduzione delle nuove regole potrebbe costituire una variabile dai connotati piuttosto incerti. Se, da un lato, la condivisibile scelta di optare per un'entrata in vigore graduale può contribuire al contenimento di bruschi *shock* sulla crescita economica aggregata, non deve esser d'altra parte trascurato il ruolo predominante assunto al riguardo dalle aspettative degli operatori economici, in grado di sovvertire quel temperamento tra redditività e stabilità da molti auspicato.

Proprio alla luce del più complesso ambiente normativo ed operativo nel quale le imprese creditizie saranno chiamate a svolgere la propria attività, è stato peraltro rilevato come la diffusione di una cultura bancaria protesa al perseguimento di più elevati canoni di efficienza dovrà passare attraverso un'appropriata ridefinizione delle migliori prassi gestionali ed operative, nonché per un generale ripensamento di politiche di raccolta e di impiego che siano capaci di orientare i vertici decisionali sia verso la migliore struttura di medio periodo dell'attivo, che in direzione di un'ottimale ricomposizione del passivo.

Sic et simpliciter, lo scenario prospettato può avere piena validità anche con riferimento al sistema bancario italiano che, seppur meno vulnerabile – grazie all'applicazione di un modello di intermediazione di tipo tradizionale – al rischio di liquidità ed a quelli di natura più strettamente finanziaria, risulta tuttavia fortemente esposto al debole andamento dell'economia reale ed, in particolare, al rischio di deterioramento dello *standing* creditizio delle famiglie e delle imprese per la gran parte presenti nel portafoglio impieghi detenuto. Da ciò discende la necessità di definire opportuni programmi di razionalizzazione atti, tra l'altro, ad imporre criteri ancor più rigorosi nell'ambito dei processi di *screening* e *monitoring* dei finanziamenti concessi alle controparti “in deficit” ed a realizzare piani di

cost management funzionali al conseguimento di più elevati canoni di efficienza operativa.

La principale sfida che ora attende la comunità internazionale resta comunque quella di assicurare un recepimento omogeneo e generalizzato delle nuove regole all'interno di giurisdizioni anche molto differenti tra loro, avendo la crisi mostrato con chiarezza come un'azione regolamentare – pur ampiamente condivisa ai massimi livelli tecnici e politici – se non coniugata ad un rigoroso processo *enforcement* nei sistemi normativi nazionali e ad una costante attività di supervisione, si possa in realtà rivelare del tutto vana.

È di tutta evidenza, infatti, come un inadeguato coordinamento tra le diverse Autorità di vigilanza nazionali nella definizione di criteri condivisi per la concreta implementazione di *standard* uniformemente accettati possa generare dislivelli competitivi suscettibili di disattendere il principio ispiratore dell'azione del Comitato di Basilea, finalizzato ad assicurare un *level playing field* comune e tale da garantire condizioni di parità competitiva tra i diversi operatori economici ai fini del contrasto di potenziali arbitraggi normativi nell'ambito dei diversi ordinamenti nazionali.

Nell'armonizzare, dunque, tempi e modalità di entrata in vigore delle nuove disposizioni, particolare attenzione dovrà inoltre essere prestata alla ricerca del giusto punto di equilibrio tra efficacia e duttilità delle norme. Se, infatti, il ricorso ad una mera normativa di principio risulta decisamente inadatta a garantire una reale parità di trattamento in un sistema globalizzato quale quello odierno, non deve d'altra parte esser sottovalutata la necessità di preservare un certo margine di flessibilità per il conseguimento di futuri adattamenti dei sistemi normativi e disciplinari all'evoluzione del contesto di riferimento.

A questo punto, altro non resta da auspicare se non che, all'enunciazione di regole volte alla promozione di un sistema bancario più sano ed equilibrato, facciano seguito i fatti, di modo che – da un lato – i destinatari della nuova regolamentazione si adoperino al rispetto non solo della lettera, ma soprattutto dello spirito delle nuove norme emanate e – dall'altro – i *regulators* giungano alla predisposizione di un assetto disciplinare volto alla valorizzazione delle potenzialità insite nel Terzo Accordo sul Capitale. Questa, in ultima analisi, la *conditio sine qua non* per garantire permanente validità all'azione del Comitato di Basilea in vista della

fissazione e del raggiungimento degli obiettivi dallo stesso istituzionalmente perseguiti.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- ACHARYA V., GUJRAL I., SONG SHIN H. (2009), *Dividends and bank capital in the financial crisis of 2007-2009*.
- ALBAMONTE D., BASSO R., CAPONE D., MARANGONI M., *La vigilanza sulle banche*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di GALANTI E., CEDAM, 2008.
- ALLEN B., CHAN K. K., MILNE A. *et al.* (2010), *Basel III: is the cure worse than the disease?*
- ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA, *Verso Basilea 3: la posizione dell'industria bancaria italiana*, in *Bancaria*, 2010, n. 4.
- ATKINSON P., BLUNDELL-WIGNALL A. (2010), *Thinking beyond Basel III: necessary solutions for capital and liquidity*, in *OECD Journal – Financial Market Trends*, 2010, vol. 1, n. 98.
- BAELE L., DE JONGHE O., VANDER VENNET R. (2004), *Bank risks and the business cycle*, University of Ghent Working Paper, 2004, n. 264.
- BANCA D'ITALIA, *Considerazioni finali del Governatore*, in occasione dell'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti, Roma, 31 maggio 2010.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1988), *International convergence of capital measurement and capital standards*, 1988.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1996), *Presentazione dell'emendamento dell'accordo sui requisiti patrimoniali per incorporarvi i rischi di mercato*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2004), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali – Nuovo schema di regolamentazione*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2009), *Strengthening the resilience of the banking sector*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Calibrating regulatory minimum capital requirements and capital buffers: a top-down approach*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *Results of the comprehensive quantitative impact study*.
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010), *La risposta del Comitato di Basilea alla crisi finanziaria: rapporto al G20*.
- BELTRATTI A., STULZ R. M., *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation*, Finance Working Paper, 2009, n. 254.
- BERTOZZOLO G., *La regolazione globale della vigilanza bancaria: il Comitato di Basilea (BCBS)*, in *La regolazione globale dei mercati finanziari*, a cura di BATTINI S., Rivista trimestrale di diritto pubblico – Quaderno n. 3, Giuffrè, 2007.
- BOCCUZZI G., *L'evoluzione della regolamentazione bancaria. Verso nuovi assetti*, lezione al Master di Secondo Livello in Regolazione dell'attività e dei Mercati Finanziari, LUISS Guido Carli, Roma, 17 dicembre 2010.

- BOTTIGLIA R., *Prime riflessioni su Basilea 3 e possibili impatti sulle imprese*, Oltre la crisi: strategia e finanza per il rilancio e lo sviluppo delle imprese, a cura dello Studio Bonamini & Partners, Verona, 25 novembre 2010.
- BRESCIA MORRA C., *La disciplina dei controlli pubblici sulla finanza*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE F., CEDAM, 2010.
- BROGI M., *Adeguatezza patrimoniale e politica dei dividendi nelle banche italiane*, in *Bancaria*, 2010, n. 12.
- CANNATA F., QUAGLIARIELLO M., *The role of Basel II in the subprime financial crisis: guilty or not guilty?*, CAREFIN Working Paper, 2009, n. 3.
- CANNATA F., QUAGLIARIELLO M., *La riforma regolamentare proposta dal Comitato di Basilea: una visione d'insieme*, in *Bancaria*, 2010, n. 2.
- CAPRIGLIONE F., *Fonti normative*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE F., CEDAM, 2010.
- CAPRIGLIONE F., *Evoluzione della disciplina di settore*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di CAPRIGLIONE F., CEDAM, 2010.
- CAROSIO G., *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 2.
- CAROSIO G., *La riforma delle regole prudenziali*, in occasione del Convegno *Basilea 3: banche ed imprese verso il 2012*, a cura dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 4 maggio 2010.
- CAROSIO G., *L'effetto delle regole di Basilea 3 sulla patrimonializzazione delle banche e sull'economia*, Audizione presso il Senato della Repubblica, VI Commissione (Finanze e Tesoro), 23 novembre 2010.
- COLETTI E., *Il nodo dell'adeguatezza patrimoniale e peculiarità delle banche italiane*, in *Dopo la crisi. L'industria finanziaria italiana tra stabilità e sviluppo – XIV Rapporto della Fondazione Rosselli*, a cura di BRACCHI G., MASCIANDARO D., Roma, 2009.
- COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (2009), *Position paper on a countercyclical capital buffer*.
- COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (2010), *Results of the comprehensive quantitative impact study*.
- CURCIO D., *Coefficienti patrimoniali e grado di leva delle banche: le novità di Basilea 3*, in *Banche e Banchieri*, 2010, n. 5.
- GIAMMATTEI A., IANNOTTA G., INVERNIZZI D., *Bank capital under Basel 3: open issues and foreseeable effects*, CAREFIN Working Paper 2010, n. 21.
- GIESINGER M., MIU P., OZDEMIR B. (2010), *Can Basel III work? Examining the new capital stability rules by the Basel Committee – A theoretical and empirical study of capital buffers*.
- HÄRLE P., PEPANIDES T., STEGEMANN U. et al. (2010), *Basel III and European banking: its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*.
- HANNOUN H. (2010), *The Basel III capital framework: a decisive breakthrough*, BoJ-BIS High Level Seminar on Financial Regulatory Reform, a cura della Bank for International Settlements, Hong Kong, 22 novembre 2010.
- HIMINO R. (2004), *Basilea 2 – Verso un nuovo linguaggio comune*, in *Rassegna trimestrale BRI, settembre 2004 – Evoluzione dell'attività sui mercati bancari e finanziari internazionali*.
- HULL J. (2008), *Risk management e istituzioni finanziarie*, PEARSON.
- INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (2010), *Basel III – Capital standards. IIF preliminary analysis*.

-
- KASHYAP A. K., STEIN J. C. (2003), *Cyclical implications of the Basel-II capital standards*.
 - KIM D., SANTOMERO A. M. (1988), *Risk in banking and capital regulation*, The Journal of Finance, 1988, n. 5.
 - LUSIGNANI G., ZICCHINO L., *Il rafforzamento patrimoniale delle banche, prime indicazioni sull'impatto delle nuove proposte di Basilea*, in Banca Impresa Società, 2010, n. 2.
 - MACROECONOMIC ASSESSMENT GROUP (2010), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*.
 - MASERA R., *Rischio, banche, imprese – I nuovi standard di Basilea*, Il Sole 24 Ore, 2005.
 - MASERA R., *Le nuove regole di Basilea 3*, 2010.
 - MASERA R., *The Basel III global regulatory framework: a critical review*, in Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia, 2011.
 - MIELI S., *Banca, rischio, vigilanza: riflessioni alla luce della crisi*, III Conferenza "Angelo Colocci" di diritto, economia, banca e finanza, a cura della Fondazione Angelo Colocci e dell'Università di Macerata, Jesi, 12 novembre 2010.
 - MIELI S., *Nuove regole per la finanza dopo la crisi: le sfide per banche e Autorità di vigilanza*, Convegno "Basilea 3 2011", a cura dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 20 giugno 2011.
 - MUSSARI G., *Basilea III e l'impatto sui finanziamenti bancari alle imprese italiane*, in Bancaria, 2010, n. 10.
 - OJO M. (2010), *Basel III and responding to the recent financial crisis: progress made by the Basel Committee in relation to the need for increased bank capital and increased quality of loss absorbing capital*.
 - ONADO M., *Il problema è il capitale*, in lavoce.info, 28 agosto 2008.
 - PICCONE B. A., *Verso Basilea III: analisi e linee d'intervento*, in Banche e Banchieri, 2010, n. 5.
 - PROMETEIA, *Presentazione dei rapporti "Analisi dei bilanci bancari" e "Previsione dei bilanci bancari"*, Milano, 25 maggio 2011.
 - RESTI A., SIRONI A., *La crisi finanziaria e Basilea 3: origini, finalità e struttura del nuovo quadro regolamentare*, CAREFIN Working Paper, 2011, n. 1.
 - RUOZI R., *Basilea 3 e le banche italiane*, 2011.
 - SIRONI A., *Chi ha paura di Basilea 3?*, in Economia & Management, 2010, n. 6.
 - SIRONI A., *Le proposte del Comitato di Basilea per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: quali evidenze dalla ricerca passata e quali implicazioni per la ricerca futura?*, in Banca Impresa Società, 2010, n. 2.
 - SIRONI A., *Le proposte di Basilea 3 per la riforma del sistema di adeguatezza patrimoniale: un'analisi critica*, in Bancaria, 2010, n. 3.
 - SIRONI A., *Basilea 3, un percorso impegnativo per una riforma ambiziosa*, in Bancaria, 2010, n. 11.
 - TARANTOLA A. M., *La revisione delle regole prudenziali: i possibili effetti su banche e imprese*, Audizione presso la Camera dei Deputati, X Commissione (Attività produttive, Commercio e Turismo), 7 ottobre 2010.
 - TARANTOLA A. M., *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, Intervento tenuto al Convegno inaugurale del Master in Finanza Avanzata, a cura della Scuola di Alta Formazione dell'I.P.E, Napoli, 21 gennaio 2011.
 - TOMASINI S., ZICCHINO L., *Il nuovo impianto di regole e sintesi delle valutazioni sugli effetti macroeconomici*, Rapporto di previsione gennaio 2011 – Prometeia, 2011.

- WALTER S. (2010), *Basel III and financial stability*, Biennial Conference on Risk Management and Supervision (*Basilea, 3-4 novembre 2010*), a cura del Financial Stability Institute, Basilea, 3-4 novembre 2010.
- WELLINK N. (2011), *Basel III and beyond*, High level meeting on better supervision and better banking in a post-crisis era, a cura del Financial Stability Institute e dell' EMEAP Working Group on Banking Supervision, Kuala Lumpur, Malesia, 17 gennaio 2011.
- WENT P., *Basel III Accord: where do we go from here?*, in *Risk Professional*, 2010, n. 6.
- ZACCARIA L., *La crisi, Basilea 3 e la fiscalità: gli impatti per le banche e per l'economia italiana*, in *Bancaria*, 2010, n. 5.
- ZACCARIA L. (2010), *Basilea 3 dopo Seul e le proposte di tassazione delle banche*, in *Bancaria*, 2010, n. 12.

III - EUROPA E FONDI SOVRANI.

REGOLAZIONE, GOVERNANCE, VIGILANZA

INTRODUZIONE

È stato osservato come il dibattito sui fondi sovrani rappresenti, generalizzando, lo scontro risultante da due opposte visioni del ruolo del governo nelle economie di mercato.¹

In questo breve lavoro, non ci soffermeremo sulla natura e sulle strategie di investimento dei cosiddetti “fondi di ricchezza sovrana”: per tali aspetti, la letteratura è ampia e moltissimi spunti vengono forniti dalla dottrina economica.

Nella prima parte, vedremo qual è l’oggetto del dibattito sui fondi, perché nascono e quali sono i loro meriti, le loro virtù, ma, soprattutto, quelli che vengono considerati i demeriti e gli aspetti più difficili e pericolosi.

Si darà conto delle problematiche di trasparenza sovente richiamate nei dibattiti scientifici e delle peculiarità nella *governance* di questi soggetti.

Brevi cenni verranno dedicati alle problematiche di loro convenibilità in giudizio e di immunità dello Stato di appartenenza.

Nella seconda parte, passeremo in rassegna i principali approcci e le principali iniziative intraprese dai regolatori internazionali: vedremo come in ogni caso si sia proceduto ad iniziative di *soft law* nelle quali il presupposto e l’approccio di base continua ad essere l’apertura agli investimenti esteri, come elemento da tutelare.

Infine, analizzeremo un diverso tipo di approccio: quello di Stati che hanno optato per una regolamentazione cogente della materia, prevalentemente animati dalla volontà di difendere “campioni nazionali” o settori particolarmente delicati ed una soluzione, come quella del Regno Unito,

¹ In questo senso, Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism*, *Stanford Law Review* 60, 2008, 5.

che ha puntato sul trattamento dei fondi alla pari di altri investitori interni attraverso un innovativo accostamento alla disciplina del *private equity*.

Per l'Italia, si fornirà un quadro della legislazione, di diritto comune e di diritto speciale finanziario, nonché delle iniziative specifiche intraprese in materia, quadro che non sembra in verità così labile da richiedere una corsa alla regolamentazione: in tale sede, si darà conto dell'importante ruolo svolto dalla vigilanza e della posizione cruciale che tale funzione riveste nella tutela della stabilità dei mercati e del loro corretto svolgersi.

Seguono le considerazioni conclusive.

CAPITOLO I - L'OGGETTO E LE RAGIONI DEL DIBATTITO

1. L'oggetto del dibattito

Il sistema economico globale degli anni 2000 è stato caratterizzato da forti squilibri nei pagamenti internazionali. Superata la crisi del 1998, i paesi asiatici e medio orientali hanno progressivamente accumulato *surplus* derivanti dalle esportazioni, a fronte della crescita del deficit nel bilancio statunitense. L'Europa si colloca in una posizione (non virtuosamente) mediana, come sistema economico con pochi investimenti e non molto risparmio.

Il ruolo preponderante assunto dalle materie prime ha enfatizzato tale squilibrio e portato le banche centrali e i governi dei paesi forti nelle esportazioni a considerare soluzioni per gestire gli avanzi nella bilancia dei pagamenti, con investimenti che superassero i tradizionali acquisti di debito estero². Una delle linee di svolta seguite dai paesi orientali è stata proprio il potenziamento dei propri fondi sovrani (di seguito, **FoS**), i quali hanno investito nel capitale delle banche e dei fondi di investimento in crisi.

Non è sempre semplice attribuire la natura di fondo sovrano ad una certa entità. I fondi, infatti, mostrano almeno *prima facie* obiettivi di investimento diversi, natura giuridica non sempre identica e la loro connessione al governo di appartenenza è raramente dichiarata.

In questa sede, non ci si soffermerà sulla natura dei fondi, sulle tipologie e sugli obiettivi di investimento: su questi punti la letteratura è ampia e di taglio macroeconomico piuttosto che regolatorio – giuridico. Basti tenere in considerazione l'ampio dibattito che si registra sulla stessa delimitazione dei confini di cosa sia FoS e cosa non lo è, e definirli, a grandi linee, come veicoli di investimento, tipicamente di lungo periodo e di proprietà pubblica, caratterizzati da obiettivi diversi ma accomunati dalla separatezza rispetto alle riserve ufficiali, rispetto alle quali tendono a garan-

² Il passaggio a nuove forme di investimento è tracciabile in maniera netta, ad esempio, nella politica economica cinese. Si riporta, a tal proposito, un passaggio di Domenico Siniscalco, *Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani*, in *Mercato Concorrenza Regole*, / a. X, n. 1, pagina 80, aprile 2008, Il Mulino: “Ricordo vividamente un incontro bilaterale con il Ministro cinese delle Finanze Jin: «La Cina è stufa di usare l'occidente come una banca commerciale, mi disse. Depositiamo denaro a breve termine, sotto forma di buoni del Tesoro americani, e prendiamo a prestito a lungo termine ad alti tassi, sotto forma di investimenti esteri diretti e joint ventures; è inaccettabile»”.

tire un rendimento più elevato di utilizzo intergenerazionale. Sempre ragionando per macrocategorie, essi si alimentano attraverso l'esportazione di materie prime (c.d. *commodity funds*, rappresentanti i due terzi dei fondi e tipici dei paesi esportatori di idrocarburi, ivi inclusa la Norvegia) oppure attraverso l'esportazione di prodotti lavorati (c.d. *non-commodity funds*, tra cui Singapore e Cina).

Non è né intuitivo né banale il motivo per cui uno stato in crescita rafforza i propri fondi sovrani³. La tradizionale teoria economica, infatti, presuppone che i paesi emergenti siano importatori netti di capitale (e non esportatori) e che accumulino riserve grazie ai surplus commerciali per metterle a disposizione delle autorità monetarie.

Sono stati, tuttavia, individuati⁴ quattro principali motivi che giustificano un tale tipo di scelta di politica economica da parte di questi stati. Innanzitutto, consentire la fuoriuscita di capitali consente di tenere sottovalutato il **tasso di cambio**, con conseguenti benefici sul costo delle materie prime e dunque sul settore manifatturiero, settore chiave in alcuni degli stati interessati; in secondo luogo, si tratta di stati i cui **mercati finanziari** non sono abbastanza efficienti e strutturati da poter assorbire ingenti quantità di surplus incanalandoli negli investimenti. Inoltre, si sostiene, è ipotizzabile che la **produttività** in realtà non sia così elevata come assumono i modelli neoclassici e che pertanto risulta inefficiente investire parte dell'attivo all'estero. Infine, molto probabilmente, i paesi interessati ritengono più sicuro vincolare parte del loro futuro al proprio capitale, anche se temporaneamente investito all'estero, piuttosto che affidarsi alla **volatilità** dei capitali stranieri.

Qualunque sia la causa, comunque, il fenomeno dei FoS ha avuto una crescita così forte ed eclatante che è stato recentemente rilevato⁵ come raramente passi un giorno senza che nella stampa economico-finanziaria venga fatto almeno un cenno a vicende inerenti uno o più fondi sovrani.

³ Si precisa che non nella totalità dei casi parliamo di stati "in crescita" (vedasi il caso della Norvegia); tuttavia, quest'ultimo rappresenta il paradigma dello stato gestore di un fondo sovrano ai fini del dibattito di cui si darà conto nel prosieguo.

⁴ Eswar S. Prasad, Raghuram G. Rajan e Arvind Subramanian, *Foreign capital and economic growth*, NBER Working Paper 13619, novembre 2007. Sul punto si veda anche Rony Hamoui, *Il paradosso dei fondi sovrani*, www.lavoce.info, 2 maggio 2008.

⁵ John Taylor, *Sovereign wealth funds and their regulation*, in Mario Giovanoli and Diego Devos, *International monetary and financial law: the global crisis* (Oxford University Press 2010), 262.

2. I “meriti” dei fondi e i motivi di preoccupazione

Due particolari profili hanno tendenzialmente fatto convergere l'opinione pubblica e quella del mondo scientifico sul ruolo positivo che può finora attribuirsi ai FoS: innanzitutto, l'aver redistribuito la liquidità monetaria in eccesso dai Paesi di appartenenza (Russia, Cina, Paesi arabi) a quelli in crisi di liquidità, partecipando ad esempio alla ricapitalizzazione e al salvataggio di importanti banche americane e risultando essere tuttora fondamentali se, come ha evidenziato un messaggio del Segretario Generale dell'OCSE, “as countries face major financial turbulence, it is all the more important to keep capital inflows moving freely”⁶. L'Occidente, in sostanza, non può “permettersi” di respingere i FoS in un periodo di crisi finanziaria nel quale può solo trarre beneficio dall'arrivo di nuovi capitali. Inoltre, sebbene le risorse degli stessi FoS abbiano subito il contraccolpo della crisi, sembra non esservi motivo per credere che la loro era sia tramontata, in quanto le anomalie e le strutture che generano gli squilibri nei mercati globali sono tuttora esistenti⁷.

In secondo luogo, essi sono tendenzialmente investitori di lungo periodo, come tali garanzia di minor rischio di speculazione nell'investimento e, di massima, non ricorrono all'indebitamento: questo, se da un lato riduce le loro potenzialità sul mercato, dall'altro li rende molto più forti in periodi di difficile reperibilità di credito, se paragonati ad altri investitori, anche istituzionali come *hedge funds* o fondi di *private equity*.

Sotto altro punto di vista, è stato arguito⁸ come la presenza di esponenti dei fondi sovrani nei consigli di amministrazione delle società, possa essere positivo perché fornisce un punto di vista “globale” da parte di un azionista particolarmente informato⁹ anche contro altri azionisti attivi o nel caso di acquisizioni ostili.

Pur riconoscendo il ruolo positivo svolto dai FoS soprattutto durante la crisi, il principale argomento di coloro che guardano con preoccupazio-

⁶ OECD, *Message by the OECD Secretary-General to the International Monetary and Financial Committee*, 11 October 2008, Washington, nel document *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, ottobre 2008, disponibile su <http://www.oecd.org/dataoecd/18/14/41816692.pdf> (accesso effettuato il 26 luglio 2011).

⁷ Roland Beck e Michael Fiodora, *Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis*, European Business Organization Law Review, *EBOR* 10 (2009), 354.

⁸ Roselli, cit., pag. 17.

⁹ Roselli, cit., pag. 18.

ne all'attività dei fondi sta nel perseguimento, da parte degli stessi, di fini diversi da quelli di massimizzazione del profitto e, segnatamente, **fini di tipo politico**¹⁰. Il punto risulta particolarmente delicato con riferimento alle industrie strategiche¹¹ del paese destinatario dell'investimento, il quale ravvisa tendenzialmente l'esigenza di proteggersi dalla eventualità di perdere il controllo su tali settori¹².

Tuttavia, sul punto non vi sono studi o dati che confermino questo timore; al contrario, recenti studi condotti sulla comparazione tra fondi sovrani e *mutual funds*¹³, sembrerebbero avallare la tesi contraria, ovvero che i FoS si comportino come gli altri investitori istituzionali, con differenze solo marginali e peraltro non attinenti alla scelta dei paesi in cui investire. Se è senz'altro vero che vi è una differenza nella provenienza di FoS e degli altri investitori (dove i primi provengono, più spesso, da paesi considerati non democratici), è anche vero che gli interessi degli uni e degli altri sembrano convergere, sia in termini di paesi target che di *asset allocation*.

Una seconda esigenza rilevata dalla letteratura in materia¹⁴ è quella di preservare i normali meccanismi di **funzionamento dei mercati finanziari** internazionali, ciò nel timore che la mancanza di trasparenza propria dei FoS non consenta di prevedere affatto le principali linee di investimento degli stessi e la loro interazione con gli altri soggetti del mercato.

Va inoltre osservato che, proprio gli interventi di salvataggio degli ultimi anni nei confronti di soggetti del mercato finanziario considerati

¹⁰ Non conferisce carattere controverso a tale aspetto Domenico Siclari, *Crisi Dei Mercati Finanziari, Vigilanza, Regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Giuffrè, 01, 45, 2009, par. 8, laddove afferma che tali enti “agiscono sui mercati finanziari per fini non soltanto commerciali, ma anche politici, potendo quindi alterare il naturale equilibrio degli scambi di mercato”.

¹¹ Ad esempio sicurezza, mezzi di comunicazione di massa, alta tecnologia.

¹² La preoccupazione è avvertita anche in Italia. Il Comitato parlamentare per la sicurezza della Repubblica (Copasir)- nell'ambito del suo potere di disporre le audizioni di chiunque, estraneo al Sistema di informazione per la sicurezza previsto dalla recente legge n. 124 del 2007, sia ritenuto in grado di fornire elementi di informazione o di valutazione nell'esclusivo interesse e per la difesa della Repubblica e delle sue istituzioni - ha proceduto l'11 dicembre 2008 all'audizione sul tema dei fondi sovrani di Lorenzo Bini Smaghi, membro del Comitato esecutivo della Banca centrale europea, il quale ha svolto una relazione e successivamente ha risposto alle domande poste dal presidente Rutelli, dai deputati Rosato e Briguglio e dal senatore Passoni. V. *Corriere Della Sera*, 12 dicembre 2008, in http://archiviostorico.corriere.it/2008/dicembre/12/Bini_Smaghi_alla_commissione_servizi_c_o_8_081212047.shtml (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

¹³ Rolando Avendano e Javier Santiso, *Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds*, OECD Development Centre Working Paper No. 283, December 2009, disponibile su <http://www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf> (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

¹⁴ Domenico Siclari, *Crisi Dei Mercati Finanziari...*, cit.

“sistemicamente rilevanti” (sia da parte degli Stati di appartenenza che attraverso le iniezioni di liquidità dei FoS), hanno prodotto una alterazione della composizione del capitale di tali società non sempre visibile nell’immediato ma che potrebbe essere significativa nel lungo periodo: le ricapitalizzazioni, infatti, sono spesso avvenute attraverso l’utilizzo di strumenti ibridi o di obbligazioni convertibili, ed è stato osservato¹⁵ come questo potrebbe comportare una rilevante crescita di potere dei FoS nella *governance* delle banche e degli altri istituti interessati con l’implementazione dei requisiti di Basilea III. In seguito alla conversione delle obbligazioni, ad esempio, tali soggetti sarebbero a tutti gli effetti “azionisti” con le conseguenze del caso in termini di potere e di *governance*.

3. I fondi sovrani e la *governance* delle società

Come si è innanzi accennato, l’aspetto della *governance* risulta ancora più rilevante se si pensa che, mentre sinora i FoS sono sempre stati investitori c.d. “passivi”, il quadro potrebbe mutare qualora le partecipazioni possedute in titoli non azionari venissero convertite in vista di Basilea III nell’ambito di piani di conversione finalizzati alla capitalizzazione.

E in risposta alle preoccupazioni cui si è detto nel precedente paragrafo, ci si chiede se l’approccio ai FoS presupponga misure difensive prima, durante e dopo l’acquisizione della partecipazione. Sebbene si sia già parlato, in merito, di “nuovo protezionismo finanziario”¹⁶, pressoché la totalità della letteratura corrente prende in considerazione l’idea di applicare, in varie forme e misure, una regolazione a tutela di possibili comportamenti opportunistici da parte dei fondi.

In una sorta di “definizione-crisi” delle varie soluzioni prospettate, ci si è allora riferiti al “Tomp”¹⁷, come acronimo di *transparency, openness, minority, passivity*. In questo acronimo, in effetti, si condensano le varie soluzioni proposte: trasparenza, sui propri investimenti e sulla *governance* del fondo; apertura, intesa come diversificazione degli investimenti, minoranza, proponendosi in sostanza la possibilità di mettere un tetto alle parte-

15 Katharina Pistor, *Sovereign Wealth Funds, banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance Global Finance?*, European Business Organization Law Review 10: 333-352, 2009.

16 V. Francesco Vella, *Se il fondo è sovrano*, www.lavoce.info, 14.01.2008.

17 P. Opala, K. Rybinski, *Gordian Knots of the 21st century*, disponibile su www.ssrn.com.

cipazioni detenibili; e infine passività, come rinuncia ai diritti di partecipazione attiva alla vita della società e, in primis, al diritto di voto.

In quanto società, i fondi come investitori sono anzitutto sottoposti alle regole in materia di trasparenza predisposte per tutti gli investitori. Quando si fa riferimento, pertanto, ad istanze di trasparenza nei confronti dei FoS, si allude ad una trasparenza *ulteriore e rafforzata* rispetto a quella di *default*. Non è semplice argomentare a favore o contro tali istanze.

Certamente, nel caso in cui un FoS acquisisca il controllo di una società (ad esempio, italiana) e tale società proceda al *delisting*, viene meno gran parte del controllo pubblico esercitabile sulle società. Il caso è simile all'acquisizione da parte di un fondo di *private equity*: se da un lato l'acquisizione del controllo attenua i problemi di agenzia, riducendo la divergenza d'identità tra *agent* e *principal*, dall'altro sottrae il fondo alla vigilanza pubblica a tutela del mercato e degli investitori. Ma anche nel caso in cui non si acquisisca il controllo, la mancanza di trasparenza di un investitore potrebbe, ad esempio, essere indizio del perpetrarsi di abusi di mercato, come suggerito dal Presidente della SEC già nel 2007¹⁸.

L'investimento da parte di un fondo "statale" in una società, con le conseguenze che ne derivano in punto di obiettivi strategici, di massimizzazione ed obiettivi eventualmente estranei a logiche meramente societarie, si traduce in una ulteriore riflessione sul possibile conflitto di interessi; conflitto di interessi che, sinora, non è emerso in concreto in scelte dei fondi contestate da parte degli altri azionisti delle società partecipate, dato lo scarso attivismo registratosi da parte dei soggetti sovrani.

Il problema si risolve, in parte, facendo richiamo alle già citate istanze di trasparenza manifestate da più parti e in più sedi regolamentari di *soft law* (vedi *infra*, capitolo II). Si fa riferimento alla richiesta *disclosure* sulle regole di gestione interna, sugli obiettivi di investimento e la conseguente rete *reale* di rapporti con il Governo di appartenenza, sulle più generali regole di *corporate governance* del fondo; rapporti che, naturalmente, possono coinvolgere anche le modalità decisionali e i meccanismi di voto che il fondo esercita nella società partecipata.

L'approccio improntato sulla trasparenza viene spesso criticato perché troppo labile: si rileva, in proposito, come la trasparenza risulti decur-

18 Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds*, cit. , 1361.

tata nella sua efficacia in paesi “privi di una reale democrazia economica¹⁹”.

È chiaro che tutti gli approcci - già menzionati e da menzionarsi nel prosieguo - presuppongono lo scioglimento di un altro nodo gordiano: quello della reciprocità.

Discutiamo infatti di investimenti da parte di paesi che spesso, a loro volta, non hanno un atteggiamento aperto nei confronti del capitale estero (un esempio per tutti, la Repubblica Popolare Cinese); pertanto, in linea di principio, sembrerebbe un giusto bilanciamento quello di sottoporre gli investimenti dei FoS alle medesime condizioni cui vengono sottoposti gli investimenti esteri nei paesi di origine degli stessi fondi. Tuttavia, come autorevole studiosi hanno rilevato²⁰, “la reciprocità è un elastico spesso allungabile o accorciabile in base alle convenienze e alle interpretazioni politiche”, correndosi il rischio che una piena discrezionalità, seppur “reciproca” nell’individuare investimenti giusti e investimenti sbagliati, sia di fatto soggetta alla volubilità dei rapporti politici e possa essere destabilizzante per i mercati globali; inoltre, è in linea di massima respinta come criterio regolatore da parte dell’OCSE.

Le risposte, allora, sono variegate: innanzi, si vedrà come alcuni paesi optino per alcune delle voci del “Tomp” senza prendere in considerazione il problema della reciprocità, o come, da più parti, si faccia appello agli organismi di regolazione internazionale, ivi inclusa la possibilità di istituire una autorità europea che vigili sul comportamento dei fondi, opzione quest’ultima, tuttavia, che allo stato attuale non sembra godere di un consenso sufficiente per poter essere implementata.

Un cenno merita la delicata e discussa questione dell’esercizio dei diritti di azionisti.

Autorevoli accademici²¹ hanno proposto una soluzione di *corporate governance* che mira ad allineare gli interessi di chi partecipa alla società attraverso la sterilizzazione dei diritti di voto dei FoS che aspirino a divenire azionisti. Tuttavia, la soluzione poggia sull’assunto, difficilmente verificabile, che l’investimento non venga impoverito nel suo valore e che una tale preclusione non influenzi la possibilità di attrarne di nuovi. Inoltre, sembra essere quantomeno discutibile un trattamento così dissimile

¹⁹ R. Hamaui, *Il paradosso...*, cit.

²⁰ F. Vella, *Se il fondo...*, cit.

²¹ Ronald J. Gilson and Curtis J. Milhaupt, *Sovereign Wealth Funds*, cit.

dagli investitori interni o di altra natura, alla luce dei numerosi inviti a un trattamento non discriminatorio dei vari investimenti anche nel rispetto del diritto internazionale e degli accordi bilaterali.

Sembra che in tal modo vengano inoltre penalizzati, per mera definizione, i Fondi “virtuosi” per trasparenza e *governance*, così come è delicato definire l’ambito di inclusione soggettivo, non essendoci una definizione unanimemente accolta di Fondo Sovrano.

Si conviene, invece, con chi ha rilevato che auspicabile sarebbe puntare agli strumenti di diritto comune (disciplina del conflitto di interessi e doveri fiduciari del socio nell’esercizio del diritto di voto²²) nonché, come si vedrà, sulla legislazione speciale esistente, sia a livello comunitario che nazionale, sulle partecipazioni negli intermediari finanziari.

(segue:) *Il conflitto di interessi del “socio sovrano”*

Il nostro ordinamento prevede, come è noto, diversi regimi di risoluzione del conflitto di interessi a seconda che esso sorga in capo all’amministratore o al socio di una società. Non si prenderà qui in considerazione il caso del conflitto di interessi dell’amministratore, sebbene sia una ipotesi possibile anche nell’ambito del tema dei FoS qualora questi, come soci, abbiano il diritto di nominare un membro del Consiglio di Amministrazione che potrebbe portare nelle decisioni consiliari degli interessi eventualmente configgenti e dannosi per la società.

Più probabile, tuttavia, è che nella medesima situazione ricada il FoS socio di una società italiana nell’ambito di delibere assembleari.

Si faccia il caso in cui, in sede di assemblea straordinaria per la deliberazione su un’operazione, dicasi, di fusione, il socio FoS abbia un interesse autonomo ed ulteriore per approvare la fusione (perché ciò comporta, ad esempio, un incremento dell’attività produttiva nel paese di appartenenza del FoS attraverso la nuova entità incorporanda).

Il codice civile interviene con una disciplina che cerca di limitare al minimo i casi di annullamento di delibere assembleari ponendo al centro l’elemento del danno come condizione per inficiare la stessa.

²² Così Vincenzo Calandra Buonauro, *Intermediari finanziari e corporate governance*, Giurisprudenza commerciale, 2009, 05, 867.

All'articolo 2373, infatti, si prevede l'impugnabilità di una delibera assembleare ex articolo 2377, solo qualora la medesima sia stata approvata con 1. il voto determinante del socio in conflitto di interessi e 2. purché la determinazione sia suscettibile di arrecare un danno alla società.

Innanzitutto, l'interesse del socio deve essere "duplice e contrastante"²³: il socio, per tornare all'esempio succitato, dovrà avere un interesse specifico affinché le nuove unità produttive costituiscano, tra le altre cose, nuove opportunità di impiego all'interno del suo Stato di origine e ciò dovrà essere in *oggettivo* contrasto con gli obiettivi della società di appartenenza.

In secondo luogo, il voto del socio in conflitto deve essere determinante per l'approvazione (o il rigetto) della delibera; infine, deve sussistere un *potenziale* danno per la società.

L'opzione del legislatore della riforma, quindi, è stata quella della abolizione del preesistente divieto di voto e della introduzione di un *fairness test* sull'azione del socio, inclusivo di un controllo giudiziale azionabile in caso di suo comportamento illegittimo.

Tendenzialmente – e per considerazioni di parità di trattamento degli investitori già accennate – non sembra ipotizzabile introdurre un regime diverso e più severo solo nel caso in cui il socio sia un fondo sovrano.

Tuttavia, il regime codicistico non sembra ostare a che la società inserisca in statuto delle norme più stringenti e che, ad esempio, preveda la sospensione del diritto di voto come misura sostitutiva rispetto ad un controllo giudiziale solo eventuale²⁴. Tale opzione verrebbe anche incontro alle istanze di sterilizzazione menzionate nel precedente paragrafo, puntando sull'autonomia statutaria e pertanto non sacrificando aprioristicamente ogni tipo di investimento da parte dei FoS.

²³ C. Pasquariello, in Alberto Maffei Alberti (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, CEDAM, 2011, sub articolo 2373.

²⁴ Di questa opinione, nell'ambito di una generale disamina delle opzioni statutarie ex riforma del 2003, Luca Enriques, Giuseppe Scassellati Sforzolini, *Adeguamenti statutarie: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, Notariato, 2004, 1, 69.

4. Il controllo giudiziale sul trattamento dei FoS. Cenni

Una regolamentazione dei FoS non può prescindere dalla valutazione della ricorribilità in giudizio da parte del fondo nel caso di comportamento dello Stato *host* ritenuto discriminatorio.

Bisogna infatti considerare che molti Stati occidentali (e tra questi anche l'Italia nonché Stati, come la Germania o gli Stati Uniti, che hanno varato una legislazione che incide sulla libertà di investimento dei fondi) hanno concluso Accordi Bilaterali di Investimento (i cosiddetti "BITs") proprio con diversi tra gli Stati d'origine dei FoS.

I BITs prevedono, generalmente, una serie di clausole a tutela delle parti contraenti da esercitarsi in riferimento all'attività sul territorio dell'altra parte: parliamo delle clausole di trattamento equo e imparziale, di protezione dagli espropri, di garanzia di trattamento almeno paritario rispetto a quello accordato agli altri investitori, etc...

Se un FoS si vede negata la possibilità di portare a termine un investimento in uno Stato con cui il suo stato di origine ha contratto un BIT, potrebbe ricorrere in arbitrato²⁵ davanti all'ICSID per vedersi riconoscere la violazione di una delle clausole di protezione accordate allo Stato.

Tuttavia, bisogna considerare che l'ICSID ha giurisdizione in materia solo in quanto l'investitore sia un soggetto diverso dallo Stato di origine che agisce in veste commerciale: si ripropone dunque il problema della qualificazione dei FoS, se come soggetti che agiscono come investitori autonomi dallo Stato o come *longa manus* dello stesso.

Nel primo caso (soggetto indipendente), l'ICSID avrà giurisdizione anche se si tratta di impresa controllata dallo Stato, purché, ponga in essere atti *iure mercatorum* e non *iure imperii*. In tale circostanza, gli Stati ospiti dovranno giustificare di fronte all'ICSID le loro scelte ritenute discriminatorie e questo è un aspetto che dovrebbe essere tenuto in considerazione nell'elaborazione di normative differenziate per i FoS e nella loro applicazione.

Nel secondo caso, identificandosi il fondo con lo Stato di provenienza, l'ICSID non ha giurisdizione, come reso chiaro nel caso Maffezini²⁶. In

²⁵ I BITs prevedono generalmente la compromettibilità in arbitri delle questioni derivanti dal contratto e la giurisdizione dell'ICSID (International Centre for Settlement of Investment Disputes) sulle medesime.

²⁶ *Maffezini v. Spagna*, Decision on Jurisdiction, 25 gennaio 2000, 5 *ICSID Rep.* 396, 434.

tal caso, una disputa tra Stati pone il problema dell'immunità²⁷, ovvero la questione, a lungo discussa, del se sia possibile convocare in giudizio uno Stato.

La questione è relativamente pacifica per le azioni civili: il *case law* in materia è abbastanza concorde e consolidato nel ritenere applicabile l'immunità solo agli atti sovrani e non a quelli commerciali (ossia, la medesima distinzione che si effettua di fronte all'ICSID per soggetti controllati dallo Stato).

Bisogna quindi che vi sia "consenso", innanzitutto, sull'essere gli atti dei FoS degli atti *iure mercatorum*; e in effetti, se tale natura di atti commerciali venisse negata dagli stessi fondi per evitare la *vocatio in ius*, si ammetterebbe, in sostanza, che non siamo in presenza di investimenti puri e per finalità commerciali ma di atti sovrani posti in essere dallo Stato, atti dunque di tipo *politico* e non *finanziario*.

27 Il discorso dell'immunità coinvolge chiaramente anche le azioni penali, tributarie, etc... per le quali però la dottrina e la casistica sono meno pacifiche. Inoltre fondamentale risulta essere anche la questione della immunità di uno Stato dalla regolamentazione dello Stato ospite. Si ritiene che, anche in questo caso, potrebbe essere d'aiuto la distinzione *iure imperii* / *iure mercatorum*, ritenendo pertanto applicabile ai Fondi le medesime regolamentazioni previste per gli investitori interni. In questo caso, però, fatta eccezione per gli Stati Uniti, la maggior parte degli Stati tendono a non ammettere questa equivalenza, presumibilmente per lasciare spazio ad una regolamentazione diversa e più severa per i Fondi.

CAPITOLO II - LA REGOLAZIONE INTERNAZIONALE E COMUNITARIA

1. Il Fondo Monetario Internazionale

I meccanismi di regolazione internazionale cui innanzi si faceva cenno sono rappresentati essenzialmente da due istituzioni trainanti: il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).

Entrambi, infatti, rappresentano la gran parte degli Stati mondiali²⁸ e recepiscono, seppur ciò non sia del tutto pacifico, le istanze delle economie sviluppate e di quelle in crescita.

L'FMI, in particolare, ha costituito nel 2007 un gruppo di lavoro²⁹ sui FoS (riportato sotto l'acronimo "IWG" -International Working Group on SWFs) con il compito di elaborare un codice di condotta per gli stessi, al quale aderire su base volontaria.

Il lavoro dell'IWG ha portato, nell'ottobre 2008, ad un documento denominato "Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices 'Santiago Principles'" (altrimenti conosciuti come **GAPP** o *Santiago Principles*³⁰). Scopo dei principi è quello di "promote a clearer understanding of the institutional framework, governance, and investment operations of SWFs that continue to support the maintenance of an open and stable investment climate globally"³¹.

In realtà, nonostante i "nobili" obiettivi, i GAPP non sono stati accolti con entusiasmo da molti paesi, soprattutto, come è intuitivo, dai paesi gestori di grandi FoS, che non intendono ricevere direttive dai membri dell'IWG. Da più parti, quindi, si è opposto che accettare l'applicazione dei principi sarebbe stato, per questi paesi, un avallamento delle preoccupazioni in merito alla pericolosità dei fondi; inoltre (e questo è un *leitmotiv* di ogni discussione sulla regolamentazione dei FoS), ci si è opposti

²⁸ Non ne è invece parte l'Unione Europea in quanto tale.

²⁹ I partecipanti al gruppo di lavoro sono i rappresentanti di: Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Corea del Sud, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Timor-est, Trinidad & Tobago, Emirati Arabi Uniti e USA. L'Arabia Saudita, il Vietnam, l'OCSE e la Banca Mondiale partecipano come osservatori permanenti.

³⁰ Consultabili online all'indirizzo <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>

³¹ Vedasi il comunicato stampa n° 08/03 del FMI del 10 luglio 2008, disponibile sul sito www.iwg-swf.org.

alla eventualità di essere sottoposti ad un trattamento diverso e svantaggioso rispetto a quello riservato agli altri investitori nei paesi destinatari. È stato inoltre osservato che, sebbene l'intero documento sembra puntare sul concetto di trasparenza, di fatto gli obblighi di *disclosure* sono limitati e andrebbero notevolmente migliorati³².

I GAPP, si concentrano su vari aspetti della vita dei FoS, ma particolare enfasi è posta sulla *governance*. Sono ventiquattro principi - che gli stati partecipanti al gruppo di lavoro ha implementato o intendono implementare -, suddivisi in tre sezioni: 1. Quadro regolamentare, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche; 2. Quadro istituzionale e *governance*; 3. Quadro degli investimenti e della gestione del rischio.

I principi sono, sinteticamente, concentrati su un unico concetto chiave: trasparenza. Essi incoraggiano i fondi a rendere noti i loro criteri di investimento e le loro politiche, raccomandando al contempo di evitare l'acquisto di partecipazioni in società strategiche, come quelle nel settore della difesa. Si raccomanda che i fondi rendano note le loro fonti di ricchezza e che i manager del fondo, che dovrebbero essere indipendenti dagli azionisti (o proprietari, qualunque sia la forma sociale), pubblicino dei report annuali che siano sottoposti anche al controllo dell'*audit*; ancora, l'enfasi sulla trasparenza si nota laddove si incoraggia i fondi a rendere note le "informazioni finanziarie rilevanti", al fine di contribuire alla stabilità dei mercati finanziari internazionali e rafforzare la fiducia nei paesi destinatari degli investimenti.

Viene inoltre affrontato il tema del conflitto di interessi che potrebbe insorgere tra i fondi e i loro stessi governi e risolto (si fa per dire) nel senso dell'incoraggiamento ai fondi stessi di evitare di trarre vantaggio da informazioni privilegiate nelle loro scelte di investimento: tali scelte dovrebbero essere unicamente basate su "economic and financial grounds" e motivate laddove si discostino, in qualche maniera, dalla motivazione prettamente economica.

È chiaro, già ad una prima lettura, come i principi di cui si discute appartengono ad un ideale di fondo cui raramente corrispondono esempi reali, sebbene, sotto altro punto di vista³³, essi possono rappresentare un altro passo in avanti nell'elaborazione di un regime regolatorio per i FoS su

³² Roland Beck e Michael Fiodora, *Sovereign Wealth Funds* ..., cit., 365

³³ John Taylor, *Sovereign wealth funds and their regulation* ..., cit.

cui vale la pena lavorare. Inoltre, come è stato rilevato³⁴, essi si basano su una determinata definizione³⁵ elaborata dall'IWG che, ad esempio, include le "State Owned Enterprises", ovvero le imprese controllate dallo stato, con il risultato che, si sottolinea, potrebbero trovare applicazione puntuale per il Fondo Pensione Governativo Norvegese ma non per la Gazprom del governo russo fino ad arrivare, paradossalmente, ad incoraggiare gli Stati che vogliono sottrarre i loro investimenti alla disciplina dei GAPP, a mutare semplicemente la forma del veicolo in maniera tale da non farlo rientrare nella definizione fornita dall'IWG.

Il 6 aprile 2009 l'IWG, nella cosiddetta "Kuwait Declaration", ha annunciato la costituzione del Forum Internazionale sui Fondi Sovrani, un gruppo su base volontaria di Fondi Sovrani che si incontrerà con cadenza almeno annuale per discutere su questioni di interesse comune e promuovere l'applicazione dei Principi di Santiago ai FoS.

2. L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico

Mentre i Principi di Santiago si rivolgono ai FoS, l'OCSE si è occupata dell'elaborazione di una guida di *policy* da destinarsi agli stati destinatari degli investimenti, la "OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies"³⁶.

Si tratta (forse con eccesso di sintesi), di una riproposizione, rimodellata sui FoS, dei principi generali di investimento dell'OCSE si non discriminazione, trasparenza e liberalizzazione.

La riflessione operata dall'OCSE muove dall'assunto, dichiarato in apertura di documento con messaggio del Segretario Generale, che i FoS siano una "forza positiva per lo sviluppo e la stabilità finanziaria globale"³⁷, soprattutto in virtù del fatto che tali soggetti, viene considerato, si sono finora comportanti come investitori-modello, perché affidabili, di

³⁴ Philippe Gugler e Julien Chaisse, *Sovereign Wealth Funds in the European Union - General trust despite concerns*, NCCR Trade Working Paper No 2009/4, Gennaio 2009, 44.

³⁵ "Sovereign wealth funds (SWFs) are specialpurpose investment funds or arrangements that are owned by the general government", cfr. "Santiago Principles: Objectives and Purposes".

³⁶ I Paesi aderenti alla Dichiarazione sono i seguenti: Argentina, Australia, Austria, Belgio, Brasile, Canada, Chile, Repubblica Ceca, Danimarca, Egitto, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Ungheria, Islanda, Irlanda, Israele, Italia, Giappone, Corea, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Messico, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Perù, Polonia, Portogallo, Romania, Repubblica Slovacca, Slovenia, Spagna, Svezia, Svizzera, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti.

³⁷ OECD, *Message by the OECD Secretary-General*, cit.

lungo termine, guidati da scopi commerciali e importanti attori finanziari a livello globale³⁸. Obiettivo principale è quello di “smascherare” un protezionismo celato sotto il velo della tutela della sicurezza nazionale, riconoscendo al contempo che seri problemi, proprio a livello di sicurezza nazionale, potrebbero emergere nel caso in cui i fondi agissero per scopi politici. In tale quadro, l’OCSE predispone una breve lista di principi che riflettono un approccio consolidato dell’Istituzione di apertura dei mercati, secondo i quali gli stati destinatari degli investimenti dovrebbero:

- evitare di erigere barriere protezioniste nei confronti degli investimenti esteri;
- evitare ogni forma di discriminazione tra gli investitori che si trovino in circostanze simili; qualsiasi restrizione ulteriore potrebbe essere giustificata solo laddove l’applicazione delle stesse norme previste per investitori domestici e stranieri fossero inadeguate ai fini della tutela della sicurezza nazionale;
- qualora ci fossero preoccupazioni per la sicurezza nazionale³⁹, le tutele previste dallo stato *host* dovrebbero essere:
 - o trasparenti e prevedibili;
 - o proporzionate a rischi per la sicurezza chiaramente identificati e
 - o soggetti a controllo nella loro applicazione. In particolare, l’ultimo punto invita gli Stati a dotarsi di ogni tipo di procedura che migliori l’*accountability* a tutto tondo: nei confronti dei cittadini, degli investitori, dei mercati, etc...; si citano, dunque, meccanismi di controllo giudiziale, parlamentare, e si esorta ad utilizzare l’analisi di impatto della regolamentazione in via periodica per verificare l’efficienza delle norme poste in essere.

Ancora una volta, tuttavia, punto debole⁴⁰ di tali principi (apprezzabili perché in linea con le esigenze dei mercati e per un certo grado di fles-

³⁸ OECD Ministerial Council Meeting, 4-5 giugno 2008, disponibile su http://www.oecd.org/site/0,3407,en_21571361_40155017_1_1_1_1_1_1,00.html (accesso effettuato il 26 luglio 2011).

³⁹ L’OCSE riconosce una “zona franca” di intervento dello Stato: si ammette, in sostanza, che ogni Stato possa liberamente determinare i casi in cui sia necessario difendere la propria sicurezza nazionale. La determinazione dovrebbe, chiaramente, essere vincolata a dei parametri oggettivamente valutabili e, soprattutto, dovrebbe essere abbastanza precisa da mettere l’investitore in condizione di sapere, in anticipo, se il suo investimento sarà ragionevolmente possibile o meno (OECD Guidelines, cit.)

sibilità nella loro implementazione) è la loro non vincolatività: essi sono infatti applicati su base volontaria, come meri principi-guida per buone pratiche, dai paesi che hanno aderito alla dichiarazione. Tra questi paesi, in verità, è discutibile la posizione di alcuni, come la Germania (vedi *infra*, pagina **Errore. Il segnalibro non è definito.**), che prevedono in realtà un regime differenziato per gli investitori stranieri a tutela di interessi di sicurezza nazionale, che ha sollevato dei dubbi in seno alla stessa Unione Europea e che non sembra essere pienamente rispondente ai principi OCSE cui tale paese ha aderito.

3. L'Unione Europea

L'Unione è storicamente poco tollerante nei confronti degli interventi dello Stato nell'economia, quando non strettamente necessari. La massima espressione di tale atteggiamento (che si concretizza in moniti, sanzioni, raccomandazioni e legislazione predisposta dalla Commissione da un lato e la funzione giudiziale della Corte di Giustizia dall'altro) si è avuta in occasione dei processi di privatizzazione delle imprese pubbliche o a partecipazione pubblica e nella “coda” di interventi tuttora messi in atto da alcuni Stati membri sulle entità privatizzate. In questo quadro, una vicenda che merita autonoma attenzione è quella relativa alla disciplina e le modalità di esercizio dei c.d. “poteri speciali” che gli Stati si sono riservati relativamente ad alcune società privatizzate.

Pur non essendovi nessuna disposizione specifica nel senso di impedire *tout court* le limitazioni agli investimenti la Commissione esercita legittimamente il suo potere di vigilare che non siano adottate misure in contrasto con gli articoli 43 e 56 CE e l'articolo 86 CE.

L'impegno dell'Unione è quello di “aprire i mercati dei paesi terzi agli investitori della UE sulla base degli stessi principi che regolano il mercato interno” e una legislazione restrittiva degli investimenti dei FoS mal si concilia con tale approccio, anche in virtù del fatto che la stessa Commissione ha ritenuto che “la strategia di investimento dei fondi sovra-

40 Sono invece considerati addirittura deleteri da chi sostiene che nessun tipo di regolamentazione specifica dovrebbe essere applicata ai fondi sovrani, neppure una soft law che venga monitorata per vie diplomatiche. Così Richard A. Epstein, Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, The University of Chicago Law Review, 76, 2009, disponibile su <http://www.law.uchicago.edu/files/files/469-rae-virtues.pdf> (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

ni, generalmente orientata sul lungo termine, può contribuire alla stabilità del sistema finanziario internazionale”.

L’attivismo dei FoS registrato nell’ultima metà di decennio scorso, ha portato la Commissione ad operare una riflessione sulla *governance* degli stessi; da un lato, prendendo posizione e manifestando coscienza dei possibili rischi connessi a questi investimenti, dall’altro, ribadendo la posizione dell’Unione di apertura al mercato anche al fine di arginare eventuali legislazioni restrittive degli investimenti e costituire un parametro e un approccio comune per iniziative nazionali future.

Queste posizioni sono incorporate nel documento del febbraio 2008 che la Commissione ha indirizzato al Parlamento Europeo e in cui si puntualizza la necessità di un miglioramento in termini di trasparenza, prevedibilità e coerenza delle posizioni degli Stati in questa materia.

Viene rigettata una soluzione di tipo americano, ovvero di costituzione di una autorità o comitato di vaglio sugli investimenti esteri, rifiutando altresì ogni tipo di monitoraggio coattivo a livello comunitario e meccanismi di *golden share*⁴¹ per gli investimenti da soggetti non comunitari.

L’approccio dell’Unione è sintetizzato, invece, nei seguenti punti:

1. L’impegno ad un mercato aperto agli investimenti;
2. Pieno supporto al lavoro multilaterale del FMI e dell’OCSE;
3. L’utilizzo di strumenti esistenti per delle risposte appropriate ai rischi e alle sfide poste dagli investimenti cross-border;
4. Il rispetto delle obbligazioni dei Trattati comunitari ed internazionali;
5. I criteri di proporzionalità e trasparenza;
6. L’esigenza, in merito ai FoS, di ottenere trasparenza sulla *governance* e sugli obiettivi di investimento.

Il compito dell’Unione è particolarmente difficile, in quanto, nella suo status di entità non federale, non può evitare di tenere in considerazio-

41 Con l’espressione *golden share* si indica un istituto giuridico, di origine anglosassone, in forza del quale lo Stato, a seguito di privatizzazione o dismissione di una quota in una impresa pubblica, si riserva poteri speciali che prescindono da un determinato quantitativo azionario, che può essere pari anche ad una sola azione. I tipici poteri sono la nomina di un proprio membro nel consiglio di amministrazione, eventualmente conferendogli poteri speciali, oppure proprio nella riserva di un certo quantitativo azionario alla mano pubblica. La finalità è quella di un permanente controllo pubblico in società strategiche anche a seguito di privatizzazioni parziali o totali.

ne la grande varietà di approcci che si registra sul suo territorio, dalle posizioni più marcatamente e tradizionalmente protezionistiche (vedansi Francia, Germania...) a quelle di impronta più liberale (Regno Unito, Danimarca, etc...).

Recentemente il Commissario Tajani ha proposto la costituzione di una autorità “con il compito di controllare gli investimenti in Europa⁴²”. La proposta, tuttavia, non appare coerente né con la Comunicazione succitata né, in generale, con il dichiarato intento dell’Unione di rimanere del tutto aperta agli investimenti e, pertanto, non sembra plausibile che nel futuro venga riconsiderata dagli organi comunitari.

42 Il Sole 24 ore, “Ue: Tajani, proteggere imprese strategiche da stranieri”, 27 dicembre 2010.

CAPITOLO III - LA REGOLAZIONE NAZIONALE

1. Premessa

L'invocazione di norme cogenti volte ad arginare l'azione di investimento "indiscriminata" da parte dei FoS si è relativamente assopita nel periodo di picco della crisi⁴³, probabilmente in virtù del ruolo svolto da alcuni FoS nel salvataggio di soggetti del mercato finanziario ad impatto sistemico⁴⁴. Tuttavia, antecedentemente e in particolare nel biennio 2007/2008, in numerosi paesi il dibattito sui fondi sovrani aveva condotto a misure di controllo legislativo sugli investimenti degli stessi. La domanda regolatoria, inoltre, è stata alimentata anche dalla circostanza per cui sia il fenomeno di globalizzazione dei mercati, sia la crisi degli stessi, hanno determinato una variazione negli assetti proprietari degli intermediari finanziari, con l'entrata nel loro capitale di ingenti investimenti da parte di soggetti

In questa sede, ci si sofferma sullo *status quo* regolatorio di tre paesi, Germania, Francia e Regno Unito, segnalando al contempo che non si tratta delle uniche iniziative prese nella direzione della regolamentazione dei fondi, sia nel senso di scelta della *hard law* (tra gli altri, vedasi Australia⁴⁵, Canada⁴⁶ e Russia⁴⁷) che per la *soft law*.

⁴³ Di questo avviso, ad esempio, con riferimento al mercato statunitense, sono Richard A. Epstein & Amanda M. Rose, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, *University of Chicago Law Review*, Forthcoming, (2011), pag. 113.

⁴⁴ Citigroup, UBS, Barclays, Merrill Lynch...

⁴⁵ In **Australia**, oltre ad un generale controllo sulle proposte di investimento straniere ritenute significative (che devono essere notificate alle autorità governative australiane e superare il loro vaglio), sono state adottate nel 2008 delle linee guida che elencano una serie di fattori da tenere in considerazione per gli investimenti da parte di soggetti controllati da stati esteri, in via ultronea rispetto agli investimenti privati. I fattori di cui trattasi includono la difesa della sicurezza nazionale, la *compliance* a standard di comportamento commerciale, l'idoneità dell'investimento ad impattare sulle entrate governative, etc... Per una ricognizione (seppure breve) della regolamentazione australiana, si veda John Taylor, *Sovereign Wealth Funds*, cit., pag. 272.

⁴⁶ V. John Taylor, *Sovereign Wealth Funds*, cit., pag. 273. La regolamentazione del **Canada** si concentra, tuttavia, sul concetto di State-Owned Enterprises (SOEs), ovvero le imprese di proprietà statale.

⁴⁷ In maniera analoga a quanto previsto negli Stati Uniti, la **Russia** si è dotata, a partire dal 2008, di un testo legislativo ad hoc per gli investimenti esteri in società locali aventi importanza strategica per la sicurezza dello stato e la difesa (Legge Federale Russa sugli Investimenti Stranieri in Società con Importanza Strategica per la Sicurezza dello Stato e la Difesa, numero 57-FZ, sintesi disponibile su <http://www.russianlaws.com/newsdetail.aspx?news=7054> – accesso effettuato il 28 luglio 2011-).

Va sottolineato, altresì, come, allo stato attuale, la regolamentazione di *hard law* in tali paesi non venga mai indirizzata in maniera settoriale e specifica alla figura dei fondi sovrani, ma più in generale ai soggetti investitori esteri in concomitanza con determinate esigenze di protezione di interessi nazionali.

2. Germania e Francia: l'approccio di *hard law*

Nel 2007, spinte protezionistiche tedesche avevano proposto -senza successo- la creazione di un fondo finanziato da banche e assicurazioni tedesche, che avrebbe potuto acquisire, all'occorrenza, partecipazioni di minoranza capaci di esercitare blocchi in società a rischio di “cattura” da parte di investitori stranieri⁴⁸. Nello stesso anno, la stampa internazionale riportava una certa nostalgia da parte di alcuni politici tedeschi per il vecchio sistema di controllo societario “Deutschland AG” che aveva la funzione di proteggere i campioni nazionali a fronte della corrente mancanza di adeguati strumenti di protezione degli stessi⁴⁹. Il 20 agosto 2008⁵⁰, è stata proposta una modifica della normativa nazionale in tema di commercio estero al fine di allargare il potere di esame sugli investimenti stranieri da parte del Ministro Federale dell'Economia e della Tecnologia e porre il veto sugli acquisti di quote superiori al 25% del capitale di imprese tedesche da parte di soggetti esteri.

La legge prevede la richiesta di un placet preventivo per l'acquisizione di “interessi definiti” nelle imprese strategiche, richiesta che deve essere inoltrata al Servizio Federale Anti-Monopolio, che decide dopo aver consultato altre agenzie governative e formula un parere / raccomandazione da inoltrarsi alla commissione che deciderà il provvedimento finale e che è presieduta dal Primo Ministro.

Tendenzialmente il sindacato ricade sull'acquisizione del controllo, diretto o indiretto, nelle imprese; il controllo è definito come la percentuale superiore al 50% dell'azionariato dell'impresa target o il potere di nomina di più del 50% dei membri degli amministratori o del management. Inoltre devono essere autorizzate le operazioni che consentono ad un investitore straniero di influire sulle decisioni dell'amministrazione della società.

⁴⁸ Bertrand Benoit, *Berlin's Takeover Defence Fund Plan Faces Collapse*, *Financial Times*, 2, (8 Novembre 2007).

⁴⁹ Seth Robert Lindberg, *Sovereign wealth fund regulation in the EU and US: a call for workable and uniform sovereign wealth fund review within the EU*, *Syracuse Journal of International Law and Commerce*, 2009, 37, pag. 108, nota 101, che richiama Paul Betts, *Will Deutschland AG Battle with the Giant Locusts*, *Financial Times* 14 (8 novembre 2007).

⁵⁰ Andrea Malan, *Berlino frena i fondi sovrani*, *Il Sole 24 Ore*, 22 agosto 2008, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/08/berlino-fondi-sovrani.shtml?uuid=e5b1cc4a-6f58-11dd-ba79-d11e3f3517bd&DocRulesView=Libero>, accesso effettuato il 4 maggio 2011.

La proposta prevedeva che, nel caso in cui fosse necessario per motivi di ordine pubblico o sicurezza nazionale e in presenza di un grave pericolo per gli interessi essenziali del paese, il Ministro potesse impedire l'acquisizione⁵¹, o richiedere modifiche all'operazione come condizione per l'approvazione della stessa.

Il 24 aprile 2009, sono entrate in vigore alcune modifiche all'*Außenwirtschaftsgesetz*⁵² (“AWG” – Legge sul Commercio Estero) e all'*Außenwirtschaftsverordnung*⁵³ (“AWV” – Regolamento di implementazione sul commercio estero). Le modifiche, in effetti, prevedono un più intenso monitoraggio e maggiori possibilità di blocco degli investimenti esteri. In particolare, è possibile per il Ministro, proibire che un investitore “non residente” acquisisca direttamente o indirettamente più del 25% (soglia rilevante) dei diritti di voto in una società tedesca se tale acquisizione può compromettere l'ordine pubblico o la sicurezza nazionale. Nonostante le critiche mosse dalla Commissione dopo la pubblicazione del disegno di legge a base di tali riforme, si nota come, ancora una volta, vengano adoperate espressioni dai contorni piuttosto indefiniti. In verità la Germania ha ritenuto di ottemperare ai doveri comunitari con un richiamo, sostanzialmente, all'articolo 58 del Trattato CE (ora articolo 65 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea - “TFUE” -); il Trattato consente infatti limitazioni alla libera circolazione dei capitali da parte di uno Stato Membro nei confronti di un altro Stato Membro o di uno stato terzo se giustificate per motivi di ordine pubblico o pubblica sicurezza.

Sulla base dei numerosi chiarimenti operati dalla Corte di Giustizia, la Germania chiarisce, in un *memorandum* esplicativo, che i poteri previsti dalle recenti riforme verranno utilizzati in un numero molto limitato di casi, non intendendo in alcun modo il Governo limitare i capitali esteri nel paese rendere lo stesso un fortezza isolata. Bisogna, tuttavia, precisare come tale dichiarazione di intenti si pone in antagonismo rispetto all'assenza di una limitazione di settore per l'utilizzo degli stessi poteri nonché alla già richiamata formulazione ampia degli stessi, nonché come, d'altra parte,

⁵¹ Nella proposta, tuttavia, non prevede un obbligo di notifica dell'operazione e inoltre il potere del Ministro è limitato sino allo scadere del terzo mese successivo al perfezionamento della acquisizione.

⁵² Disponibile sul sito del Ministero della Giustizia Tedesco, <http://bundesrecht.juris.de/awg/index.html>, accesso effettuato il 4 maggio 2011.

⁵³ Disponibile sul sito del Ministero della Giustizia Tedesco, http://bundesrecht.juris.de/awv_1986/index.html, accesso effettuato il 4 maggio 2011.

preoccupazioni di risvolti negativi sono state avanzate anche dalla Bdi, in particolare per la eventualità che l'economia domestica risenta di tali barriere all'entrata; si è, a tal proposito, evidenziato⁵⁴ come una formulazione siffatta renda praticamente aleatoria qualsiasi operazione di acquisizione di una partecipazione rilevante in una società tedesca da parte di un fondo sovrano.

Sul versante francese, la normativa in tema risale al 2004-2005, con due interventi, di rango legislativo e di rango “secondario”, interventi seguiti, nel 2008, da un rapporto dell'Ispettore delle Finanze Demarolle sul tema.

Con intervento legislativo del 9 dicembre 2004 (Loi n. 2004-1343⁵⁵), si è proceduto alla modifica dell'articolo 151-3 del Codice Monetario e Finanziario (“**il Codice**”).

In precedenza, il Codice prevedeva la possibilità di un vaglio e conseguente approvazione da parte del Ministro dell'Economia per tutti gli investimenti stranieri che interessassero l'ordine pubblico, la sanità e la difesa dello Stato, la ricerca, produzione e vendita di armi, munizioni, polvere da sparo ed esplosivi a scopi militari.

La Corte di Giustizia era intervenuta⁵⁶ a censura del testo così formulato in quanto, non prevedendo alcun criterio che regolasse preventivamente la discrezionalità del Ministro⁵⁷, violava l'allora articolo 73 Trattato CE⁵⁸.

In ottemperanza alla pronuncia della Corte, la Francia ha modificato l'articolo censurato, il quale nel nuovo testo⁵⁹ esclude dai settori “sensibili”

⁵⁴ A. Roselli e G. Mazzantini, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, *Astrid papers*, 2009, pag. 22, disponibile su http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Studi--ric/Roselli_Mazzantini_Fondi-sovrani-DEF.pdf.

⁵⁵ Loi n°2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit, disponibile su <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000005925370&dateTexte=20110502> (accesso effettuato il 2 maggio 2011).

⁵⁶ C-54/99, Sentenza 14 marzo 2000 (*Scientology v Francia*), disponibile su <http://curia.europa.eu> (accesso effettuato il 2 maggio 2011).

⁵⁷ Essendo i criteri di “ordine pubblico” e “sicurezza pubblica” ritenuti troppo generici per stabilire quando l'autorizzazione fosse necessaria.

⁵⁸ Il quale, secondo la Corte, deve essere interpretato nel senso che “non consente un regime di autorizzazione preventiva per gli investimenti diretti stranieri che si limiti a definire, in termini generici, gli investimenti interessati come investimenti idonei a pregiudicare l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza, con la conseguenza che gli interessati non sono in grado di conoscere le specifiche circostanze in presenza delle quali è necessaria l'autorizzazione preventiva”.

⁵⁹ Article L151-3 [...] « I. - Sont soumis à autorisation préalable du ministre chargé de

e soggetti ad autorizzazione quello della sanità, senza tuttavia andare oltre nella determinatezza dei casi.

Si prevede, infatti, che l'autorizzazione venga richiesta quando la società francese potenziale destinataria dell'investimento 1. partecipi all'esercizio dell'autorità pubblica, 2. operi in settori che possano mettere a repentaglio l'ordine pubblico, la sicurezza pubblica o la difesa nazionale, o 3. risulti attiva nei settori della ricerca o della produzione e vendita di armi, munizioni, polvere da sparo e sostanze esplosive.

In verità, la Francia ha optato per la delegificazione di quanto richiesto dalla Corte, nel senso che il medesimo articolo 151-3 del Codice prevede⁶⁰ che è rimessa ad un regolamento del Consiglio di Stato la determinazione in dettaglio delle operazioni soggette ad autorizzazione.

Il Consiglio di Stato ha in effetti provveduto l'anno successivo⁶¹, con decreto che, modificando ulteriormente il Codice, ha innanzitutto previsto una disposizione ad hoc per gli investimenti da parte di soggetti extra-UE⁶² che limita la nozione di investimento ai fini del Codice a quello posto in essere da un soggetto che intende **I.** acquisire il controllo, ai sensi dell'articolo L. 233-3 del codice di commercio, di una impresa avente sede legale in Francia; **II.** acquisire direttamente o indirettamente, in tutto o in parte, un ramo di attività di un'impresa avente sede legale in Francia; **III.** raggiungere o superare la soglia del 33,33 % di detenzione diretta o indiretta del capitale o dei diritti di voto di una imprese avente sede legale in Francia.

A livello settoriale, le previsioni si applicano ad una serie di attività più ampia della tradizionale elencazione dei settori strategici di un paese, e

l'économie les investissements étrangers dans une activité en France qui, même à titre occasionnel, participe à l'exercice de l'autorité publique ou relève de l'un des domaines suivants: a) Activités de nature à porter atteinte à l'ordre public, à la sécurité publique ou aux intérêts de la défense nationale ; b) Activités de recherche, de production ou de commercialisation d'armes, de munitions, de poudres et substances explosives. [...] »

⁶⁰ Articolo 151-3, comma I, ultimo periodo (“Un décret en Conseil d'Etat définit la nature des activités ci-dessus.”).

⁶¹ Décret n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier (versione attualmente in vigore disponibile su <http://www.legifrance.gouv.fr>, accesso effettuato il 2 maggio 2011).

⁶² “Chapitre Ier: Dispositions relatives aux investissements étrangers en provenance de pays tiers. Article 2. A modifié les dispositions suivantes: Code monétaire et financier - art. R153-1 (V)”.

che comprende, ad esempio, anche il settore dei giochi e delle scommesse nonché quello dell'ICT e la materia delle intercettazioni⁶³.

Nell'autorizzare l'operazione, il Ministero può imporre, come condizione di procedibilità, modifiche, variazioni, aggiustamenti dell'operazione, potendo, nel caso di inottemperanza, vietarla, correggerla o ristabilire lo *status quo ante*, eventualmente sanzionando l'investitore con somme fino al doppio della cifra irregolarmente investita⁶⁴.

I contorni della posizione francese si sono sfumati nel 2008 con il Rapporto Demarrolle⁶⁵, rapporto sui fondi sovrani emanato su incarico del Ministro dell'Economia. Il rapporto Demarrolle ha confermato, secondo l'opinione del Governo, che la legislazione francese sugli investimenti non è deterrente rispetto agli investimenti da parte di fondi sovrani nelle “eccellenze” della nazione (trasporti, servizi, comunicazioni...); fondi che, inoltre, sono ritenuti, nel Rapporto, degli attori fondamentali per sopperire ad un bisogno “strutturale di investimenti stranieri di lungo termine”⁶⁶ che caratterizza la Francia.

Secondo Demarrolle, inoltre, non è necessario differenziare la regolamentazione dei fondi sovrani da quella dei fondi di private equity e degli *hedge funds*, mentre è vero che, fondamentale per l'economia francese, è la trasparenza dei fondi stessi.

È apprezzabile come la Francia, in questa occasione, si spinga oltre e proponga un ventaglio di soluzioni e di posizioni sugli investimenti “sovrani”: dai settori in cui auspicherebbe un investimento da parte di questi soggetti, al consueto richiamo al principio di reciprocità (seppure non simmetricamente, almeno parzialmente), tanto nel diritto degli investimenti, quanto in quello delle società quotate, alla proposta di far partecipare professionisti francesi all'interno dei consigli di amministrazione dei FoS; fino ancora all'invito ad una riflessione comune europea sui settori strate-

⁶³ Code de Commerce, Article R153-2.

⁶⁴ Anche su queste disposizioni la Commissione ha avviato una procedura di infrazione, il 12 ottobre 2006, temendo che alcune di esse potessero essere di disincentivo agli investimenti nell'Unione; tuttavia, i chiarimenti forniti dalla Francia sembrano avere, almeno per il momento, congelato i timori dell'organo esecutivo europeo, che non è andato oltre nel procedimento.

⁶⁵ Dal nome dell'allora Ispettore delle Finanze, Alain Demarrolle.

⁶⁶ Rapport Demarrolle, 2008, Deuxieme Partie, disponibile all'indirizzo <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf> (accesso effettuato il 23 luglio 2011).

gici al fine di fornire una vera *κοινή διαλεκτος* ai soggetti che vogliono investire nel continente e non un quadro disorganico di legislazioni statali.

Nonostante tali propositi, i recenti orientamenti della Francia tornano ad essere piuttosto restrittivi: l'ultima risoluzione della presidenza Sarkozy, nel 2009, è stata la creazione di un fondo con il compito di vagliare ed incanalare gli investimenti promossi dai FoS in Francia.

3. Regno Unito: l'approccio di soft law

Il Regno Unito rappresenta un interessante esempio, di recente sviluppo, di un approccio "volontario", o di *soft law*, al tema della regolazione dei FoS. In questo caso, l'approccio che riscontriamo è marcatamente liberale e tale posizione non è mai venuta meno: il Regno Unito ha sì appoggiato FMI e OCSE nell'elaborare buone pratiche sia per i FoS che per i paesi destinatari e migliorare la trasparenza degli investimenti⁶⁷, ma si è al contempo sempre dichiarato ad accogliere investimenti da tutto il mondo, ritenendo che il mercato londinese potesse beneficiare di queste entrate tanto quanto i fondi stessi.

Il tema dei FoS viene tuttavia affrontato dal Regno Unito anche attraverso altri strumenti: in particolare, nell'accostamento della disciplina degli stessi alle recenti evoluzioni dei *private equity* e, in particolare, dopo la pubblicazione del c.d. Rapporto Walker⁶⁸. Com'è noto, il Rapporto Walker è nient'altro che un codice di condotta elaborato dalla Associazione Britannica per il Private Equity e il Venture Capital (BVCA), in risposta alle critiche, specialmente dai sindacati e dalle forze politiche, alla opacità degli accordi coinvolgenti fondi di *private equity*. La *compliance* al codice opera, come è consueto, sulla base di un meccanismo "comply or explain", dove la spiegazione per la mancata conformità a determinate li-

⁶⁷ Si legge nel discorso al Tesoro del Segretario dell'Economia e Parlamentare Kitty Ussher nel 2008 "The UK will fully engage with the ongoing work in the IMF and OECD to set out best practice guidelines. [...] It is in the interest of all parties to improve standards of governance and transparency and promote fair investment frameworks. [...] through dialogue to build confidence". V. "Speech by the Economic Secretary to the Treasury, Kitty Ussher MP, at 'Sovereign Wealth Funds: a British and Norwegian Perspective', Bloomberg, London, 6 May 2008", riportato da John Taylor, *Sovereign Wealth Funds and Their Regulation*, cit., 277.

⁶⁸ *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, Novembre 2007. Disponibile su http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/les/wwg_report_final.pdf (accesso effettuato il 23 luglio 2011).

nee guida dovrebbe essere resa nota attraverso il sito internet del fondo interessato.

Il Rapporto Walker tiene in considerazione la peculiarità dell'attività dei FoS sottolineando come, sebbene la loro attività sia molto simile, nella sostanza, al *private equity*, è vero che spesso i loro investimenti (nel Regno Unito, nel caso di specie) non sono soggetti alla autorizzazione della FSA⁶⁹; pertanto sarebbe opportuna una revisione, in futuro, delle Guidelines, di modo da estendere la loro azione all'attività dei FoS. Nel medio termine, inoltre, il Rapporto Walker invita la stessa BVCA a porre in essere iniziative tali da convogliare i FoS⁷⁰ all'assoggettamento volontario alle Guidelines.

Le buone pratiche a cui si fa riferimento possono essere suddivise in tre aree e richiamano in parte i Principi di Santiago, sebbene questi ultimi siano per certi versi meno invasivi⁷¹. La prima attiene ai comportamenti delle "portfolio company" controllate da una società di *private equity*⁷² e consistono in una serie di meccanismi di trasparenza e circolazione delle informazioni, specialmente quelle contabili, di *reporting* annuale, di dettaglio sull'identità del fondo che le controlla, ivi incluse informazioni sui *manager* e gli *advisor* del fondo, nonché altre informazioni riguardo gli sviluppi del business della società e una serie di dati da fornire alla BVCA.

La seconda area investe gli obblighi delle stesse società di *private equity*, che dovrebbero rendere nota la loro struttura, gli investimenti effettuati e le strategie di investimento, la gestione dei conflitti di interes-

⁶⁹ "Although their investment approach may be substantially "private equitylike", their activities may not require specific authorisation by the FSA. All this means that the evolution of guidelines and standards for the industry has both a potentially significant international dimension and may also have relevance for a wider group beyond the immediate confines of the private equity industry, to be reviewed later in this report" (*Guidelines for disclosure and transparency in private equity*, November 2007, 7).

⁷⁰ L'invito è rivolto anche a tutte le altre entità "that use leverage in a similar way to private equity and which, though not private equity firms in the sense of requiring authorisation by the FSA, engage in private equity-like activity" (*Guidelines...*, 20).

⁷¹ Così ritiene anche John Taylor, *Sovereign Wealth funds...*, cit, 278.

⁷² Che sono così definite: "A UK company **a**) acquired by one or more private equity firms in a public to private transaction where the market capitalisation together with the premium for acquisition of control was in excess of £300 million, more than 50% of revenues were generated in the UK and UK employees totalled in excess of 1,000 full-time equivalents **b**) acquired by one or more private equity firms in a secondary or other non-market transaction where enterprise value at the time of the transaction is in excess of £500 million, more than 50% of revenues were generated in the UK and UK employees totalled in excess of 1,000 full-time equivalents". (*Guidelines...*, 24)

se, garantire una adeguata e tempestiva comunicazione con i propri dipendenti e altresì fornire una mappatura dei loro *limited partners* (equivalenti, a grandi linee, alle nostre società di gestione del risparmio) per area geografica e tipologia.

D'altra parte, la stessa BVCA (Guidelines, sezione V) viene investita di un ruolo proattivo, ovvero, *inter alia*, quello di monitoraggio e sensibilizzazione delle società interessate ad adeguarsi alle linee-guida, proseguire negli studi di impatto economico del *private equity*.

L'impegno a coinvolgere i FoS è peraltro ribadito nell'ultimo report di aggiornamento delle Guidelines, del dicembre 2010, in cui si riporta che il Gruppo e la BVCA continuano a dialogare con le entità "simili" a quelle direttamente interessate dal Walker Report, ivi inclusi i FoS, per includerli nell'ambito di applicazione delle buone pratiche.

Tuttavia, nonostante gli sforzi operati e nonostante l'intenzione di aderire manifestata dalla Qatar Investment Authority⁷³, allo stato attuale si registra l'adesione da parte di un solo fondo di ricchezza sovrana, ovvero il Dubai International Capital, posseduto tramite holding dallo sceicco⁷⁴ regnante a Dubai.

Ciononostante, la soluzione prospettata dal Walker Report (ivi inclusa la possibilità di applicare *tout court* la disciplina del *private equity* ai FoS), appare per certi versi interessante, in quanto sarebbe se non altro espressione di una parità di trattamento degli investitori che è essenziale per ogni normativa conforme agli standard comunitari e alle esigenze di liquidità dei mercati.

4. Italia

Anche l'Italia vede attivo un dibattito sui FoS, sebbene, per note ragioni, non sia tra i principali obiettivi degli investitori stranieri. I settori in cui si concentra l'investimento dei fondi sono l'energia e le infrastrutture, cui fanno seguito quello finanziario, del *real estate* e delle telecomunicazioni⁷⁵. Il dibattito, in particolare, si è acceso dapprima, nell'ottobre del

⁷³ Come riportato dal Times. Cfr. Siobhan Kennedy, *Call to bring sovereign wealth funds and entrepreneurs under private equity code*, *The Times*, 20 novembre 2007, disponibile su <http://timesonline.co.uk./tol/money/funds/article2903698.ece> (accesso effettuato il 23 luglio 2011).

⁷⁴ Rashid Al Maktoum.

⁷⁵ Ancitel, *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, 2009, 25

2008, per il raggiungimento, da parte di Lafico (fondo libico controllato dalla Libian Central Bank), del 4,2% del capitale di Unicredit. e in seguito, nel giugno 2010, con l'acquisizione da parte di AABAR (fondo di Abu Dhabi) del 4,99% nel medesimo istituto bancario. In verità, non si tratta certo dei primi fondi a raggiungere quasi la soglia del 5% in società italiane, ma l'attenzione è stata particolarmente viva in virtù della natura peculiare della società in questione.

Nel marzo 2011 i FoS sono stati al centro delle cronache italiane ed europee e provvedimenti di congelamento dei fondi sono stati presi in Italia a seguito dello scoppio del conflitto libico.

L'Italia, in verità, non ha fatto altro che adeguarsi alle scelte dell'Unione ed ha, da un lato, annunciato⁷⁶ il congelamento dei fondi sovrani libici in quanto collegati alla famiglia Gheddafi⁷⁷, dall'altro, intensificato i controlli da parte della Banca d'Italia sui movimenti sospetti su beni e partecipazioni libiche nel mercato finanziario italiano.

Dal primo marzo 2011, inoltre, l'Unità d'informazione finanziaria (Uif) ha chiesto agli intermediari di segnalare in modo tempestivo tutte le "operazioni sospette" riconducibili alla famiglia Gheddafi e al governo, in modo da consentire alla stessa Uif "l'eventuale esercizio del potere di sospensione", "gettando così le basi per il congelamento dei fondi e delle risorse economiche possedute direttamente o indirettamente dai componenti del clan e dallo Stato"⁷⁸ nell'ottica di impedire al dittatore libico di speculare sulla finanza italiana.

L'Italia non si è dotata di una normativa *ad hoc* per il FoS; del resto, si è constatato come nessun paese, in pratica, sia riuscito e abbia potuto (anche per evitare di incorrere in sanzioni comunitarie) mettere a punto una regolamentazione che si indirizzi ad un tipo specifico di investitore.

disponibile su <http://www.fondisovrani.ancitel.it/file/Fondi%20Sovrani%202011.pdf> (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

⁷⁶ La decisione fa seguito a quella presa dall'amministrazione Obama, dopo la risoluzione Onu, che ha bloccato 30 miliardi di dollari di beni riconducibili a Gheddafi e a quella britannica, che ha intercettato e congelato 20 miliardi di sterline della famiglia e di altri esponenti libici.

⁷⁷ Tramite la Banca Centrale Libica, la Libyan Arab Foreign Investment, il fondo Libyan Investment Authority e la Lafico, i libici controllano una fetta significativa della finanza italiana. Trattasi delle quote in Unicredit (7,5%), Juventus (7,5%), 2% di Finmeccanica e quasi il 15% di Retelit.

⁷⁸ Roberto Sommella, *L'Italia mette all'angolo Gheddafi Congelati i fondi sovrani di Tripoli - L'Italia congela i fondi sovrani libici*, *Milano Finanza* di martedì 8 marzo 2011, pagina 10.

Tuttavia due iniziative specifiche sono state intraprese. Nel 2008 il Ministero degli Affari Esteri e quello dell'Economia hanno istituito il **“Comitato Strategico per lo Sviluppo e la tutela all'estero degli interessi nazionali in economia”**. Il Comitato ha finalità di studio e monitoraggio sia dei FoS sia, in generale, di quei settori considerati “sensibili” (e pertanto da tutelare dall'invasione di investitori stranieri) e dei settori invece che potrebbero beneficiare dell'apporto di capitale estero (piccole e medie imprese, turismo, settore delle infrastrutture e delle grandi opere). Il Comitato, composto da esperti ministeriali ed esterni, non ha sinora rilevato particolari criticità, né ha rilasciato comunicati o studi pubblici.

Da un punto di vista legislativo, le acquisizioni bancarie hanno stimolato l'iniziativa parlamentare che, nel medesimo anno (quindi già prima delle recenti turbolenze della cosiddetta “primavera araba”), ha visto un apposito **disegno di legge** per l'attuazione dell'articolo 25, comma 2 della Legge Antitrust⁷⁹, che prevede il *“Divieto di assunzione di partecipazioni di controllo di enti o imprese di Stati non aderenti all'Unione Europea o all'Associazione europea di libero scambio – EFTA, nelle imprese operanti in settori strategici dell'economia nazionale”*, individuando una soglia massima di investimento del 20%.

Nel disegno si fa esplicitamente riferimento ai FoS e, se da un lato si ribadisce l'apertura dell'Italia agli investimenti (anche provenienti dagli stessi fondi), dall'altro si parla di “rischi per le democrazie occidentali, sia dal punto di vista della trasparenza [...] che dall'importanza strategica delle attività nel portafoglio dei fondi stessi” e della necessità di “adottare così meccanismi di difesa più efficaci rispetto a quelli attualmente vigenti, nel caso di scalate ostili alle imprese nazionali che rivestono un ruolo strategico”. Si noti il tono particolarmente enfatico del documento, che tuttavia rischia di essere persino fuorviante laddove parla di opportunità di “allinearsi alle normative Europee”, inferendo una efficacia delle normative francese e tedesca nel settore.

Nel testo proposto, tuttavia, non solo non si dettagliano i settori da considerarsi strategici, ma si propone, in sostanza, una procedura di valutazione caso per caso a discrezione del Ministro dell'Economia, qualora si ravvisino pericoli per la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico. La norma riecheggia la procedura del CFIUS americano, ma si tratta di un caso in cui

⁷⁹ Legge 10 ottobre 1990, n. 287.

dobbiamo fare i conti con il quadro delle libertà europee e con la giurisprudenza della Corte di Giustizia prima di procedere a *legal transplants* apparentemente salvifici.

È, infatti, ipotizzabile che nel medio termine una norma siffatta sarebbe incorsa nella censura della Commissione e della Corte di Giustizia per motivi analoghi a quelli che hanno caratterizzato la “saga della *golden share*”⁸⁰, ritenendosi i concetti di “ordine pubblico” e “sicurezza nazionale” troppo generici per essere compatibili con il Trattato .

Peraltro iniziative di tale portata incontrano sistematicamente il parere negativo di più parti, tra cui Confindustria⁸¹ e di chi, in generale, ritiene che non si possa fare a meno di accogliere gli investimenti esteri in un paese già carente delle infrastrutture (anche finanziarie) che conferiscano un *appeal* sufficiente all’investimento, soprattutto in un momento storico in cui gli investitori sono fortemente preoccupati dai debiti sovrani e gli istituti di credito in affanno nella fase di transizione a Basilea III⁸².

La legislazione bancaria e finanziaria si avvale anche di altri strumenti indiretti di tutela.

Innanzitutto, il Testo Unico Bancario prevede una articolata normativa (articoli 19-24), oggetto di frequenti revisioni, sulle partecipazioni nelle banche, atta a far sì che l’acquisizione di capitale in un istituto bancario non ne pregiudichi la sana e prudente gestione.

La normativa ha di recente ha visto una rivisitazione di impulso comunitario⁸³ che ha eliminato il principio di c.d. “separatezza banca-industria”, ossia, in sostanza, eliminato un tetto fisso alle partecipazioni e prevedendo, piuttosto, la sola autorizzazione per l’acquisizione di soglie rilevanti e variazione delle stesse⁸⁴. Banca d’Italia, infatti, “autorizza pre-

80 L’espressione è di Santonastaso. Cfr.

81 Il Sole 24 Ore, “*Marcegaglia, I fondi sovrani sono un’opportunità da cogliere*”, 27 ottobre 2008, su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/marcegaglia-fondi-sovrani-abi.shtml> (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

82 In termini simili si è espresso, in una intervista al Sole 24 Ore, Vittorio Terzi (Mc Kinsey Italia), che ha parlato dei fondi come di “una opportunità da non perdere per l’Italia” e della necessità di un veicolo che stimoli i fondi ad investire in un paese basato sulle PMI, come ad esempio un fondo promosso dalla Cassa Depositi e Prestiti. V. Alessandro Graziani, “*L’Italia apra ai fondi sovrani*”, Finanza e Mercati, Il Sole 24 Ore, 2 gennaio 2011, prima pagina.

83 Direttiva 2007/44/CE

84 La normativa secondaria non è stata ancora emanata; la proposta di Delibera del CICR è consultabile sul sito http://www.bancaditalia.it/vigilanza/cons-pubblica/proc-concluse-raccolta/2010/proposta_del_cicr/Delibera%20acquisizioni%20definitiva.pdf mentre la

ventivamente l'acquisizione *a qualsiasi titolo* in una banca di partecipazioni che comportano il *controllo* o la possibilità di esercitare *un'influenza notevole* sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al *10 per cento*, tenuto conto delle azioni o quote già possedute” (articolo 19, comma 2, D.lgs. 385/1993).

Rilevante è il processo di valutazione in sede di autorizzazione: l'Autorità di Vigilanza avrà infatti riguardo alla possibilità che dalla acquisizione di tali partecipazioni non derivi uno squilibrio per una gestione sana e prudente della banca; nel fare ciò, valuterà “la qualità del potenziale acquirente e la solidità finanziaria del progetto di acquisizione” e “l'idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza” (articolo 19, comma 5, D.lgs. 385/1993). Preclusivo dell'autorizzazione è il fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa ad operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Va evidenziato come, a seguito del recepimento della direttiva del 2007, sia venuto meno il criterio del 5% come soglia critica, nonché lo stesso concetto di partecipazione rilevante. Ciò fa sì che, nel valutare caso per caso in quali caso la partecipazione esaminata attribuisca una influenza notevole, la Banca d'Italia prende in considerazione degli indici che adatta alla struttura e alla *governance* della banca; tra questi, anche la possibilità di incidere sulle decisioni strategiche della società⁸⁵: ipotesi che sembra calzare nel caso di un FoS particolarmente importante e che può esercitare influenza a prescindere dall'ammontare della partecipazione posseduta.

L'Autorità conserva quindi un certo margine di discrezionalità tecnica nel valutare la “bontà” dell'acquisizione e potrà effettuare ogni valutazione del caso in vista della sana e prudente gestione e dell'esercizio effettivo della vigilanza: quest'ultimo aspetto risulta essere particolarmente rilevante nel caso dei FoS, laddove potrebbe emergere, in sede di valutazione dell'autorizzazione, che una mancanza totale o significativa di trasparenza della società acquirente possa ostacolare l'attività di vigilanza dell'Istituzione.

Una normativa simile è rinvenibile nel Testo Unico della Finanza (articolo 120) per le partecipazioni rilevanti in società quotate, laddove,

normativa di Banca d'Italia è prevista per i mesi di settembre e novembre 2011 e gennaio 2012.

⁸⁵ Vincenzo Troiano, in Francesco Capriglione (a cura di), *L'Ordinamento finanziario italiano*, II, CEDAM, 2011, II edizione, 541.

naturalmente, la Consob effettuerà una valutazione in termini di trasparenza ed efficienza del mercato; inoltre, Consob e Ministero del Tesoro vigilano sulle partecipazioni di Fondi stranieri negli intermediari italiani, autorizzando le acquisizioni superiori al 5% del capitale azionario.

La Consob, inoltre, partecipa alla Task Force sui fondi sovrani istituita dallo IOSCO⁸⁶ nel settembre 2008 e in tale occasione, l'allora presidente dell'Autorità di Vigilanza aveva ribadito l'importanza di una adeguata vigilanza "su tali soggetti e di ottenere la necessaria cooperazione in caso di violazione delle regole"⁸⁷.

Infine, si può considerare rilevante la normativa sulle offerte pubbliche di acquisto, che è stata oggetto di recentissima revisione, nell'ottica di predisporre adeguati strumenti di difesa in favore delle società oggetto di OPA "ostile" e di recepire le indicazioni fornite in sede europea (direttiva 2004/25/CE).

In particolare, l'obbligo per le società oggetto di offerta pubblica di acquisto di tenere comportamenti neutrali (non difensivi) nel perdurare dell'offerta (cd. *passivity rule*) è stato reso derogabile, in tutto o in parte, da apposite norme statutarie (articolo 1, comma 3 del decreto legislativo 25 settembre 2009, n. 146, che ha integrato e corretto il D. Lgs. 19 settembre 2007, n. 229), allo scopo di consentire alle società una più efficace difesa del controllo azionario. Con il "decreto anticrisi" (articolo 13 del decreto-legge n. 185 del 2008) è stata attribuita alle società italiane la facoltà di introdurre nello statuto la regola di "neutralizzazione" delle limitazioni al trasferimento dei titoli che potrebbero ostacolare un'offerta pubblica di acquisto (cd. *breakthrough rule*)⁸⁸.

Le società, quindi, possono dotarsi tramite statuto di un ulteriore mezzo di tutela, che consente di contrastare acquisizioni non gradite, qualora siano gli stessi azionisti a ritenere non auspicabile l'ingresso di nuovi soggetti di controllo nell'azionariato.

Alla luce degli strumenti legislativi di cui si è dato brevissimo cenno e delle iniziative di monitoraggio intraprese, si potrebbe ritenere, come in effetti è stato obiettato, che, non essendovi finora prova empirica della "di-

86 Lo IOSCO (International Organization of Securities Commissions) è l'organo che rappresenta e aggrega le autorità di vigilanza sui mercati finanziari di oltre cento paesi.

87 Il Sole 24 Ore, 23 ottobre 2008.

88 La Consob, al fine di recepire i suddetti interventi normativi, ha operato le relative modifiche al regolamento emittenti (delibera 17731 del 2011).

storsione autocratica” dell’attività dei fondi, la garanzia di una supervisione sulla sana e prudente gestione per lo meno degli istituti del mercato bancario e finanziario finanziario sia, come già era, ancorata all’efficacia dell’azione di vigilanza⁸⁹.

La disciplina delle partecipazioni e delle offerte pubbliche di acquisto, insieme alla costante attività sulla *governance* esercitata dalle Authorities, fornirebbe già un presidio potenzialmente efficace anche nel caso di presenza nel capitale degli intermediari di soggetti delicati come i FoS, i quali, d’altro canto, possono essere considerati degli azionisti “ideali” delle banche sotto il profilo della longevità dell’investimento.

⁸⁹ Donato Masciandaro, Per i Fondi sovrani bastano le authority, Il Sole 24 Ore, 6 agosto 2010, disponibile su http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Rassegna-s/Masciandaro_Sole_24_Ore_06_08_10.pdf (accesso effettuato il 28 luglio 2011).

CONCLUSIONI

Abbiamo visto come, contrariamente a quanto ipotizzato nel pieno della crisi e in seguito ai salvataggi dei grandi gruppi bancari, i disinvestimenti effettuati da alcuni fondi sovrani in entità occidentali non possa far presagire un loro tramonto, soprattutto in vista dell'attuazione di piani di conversione delle obbligazioni detenute ai fini del rafforzamento del capitale in osservanza alle regole di Basilea III. I fondi sovrani, dunque, rimangono attori centrali del panorama mondiale degli investimenti e, almeno sotto questo punto di vista, lecita è l'attenzione che viene prestata dal mondo scientifico e istituzionale alla tematica e ad una sua possibile evoluzione regolamentare.

Tuttavia, bisogna ricordare che i timori di conseguenze nefaste per il solo collegamento di un fondo con lo Stato di appartenenza (magari non amico o considerato non democratico) è spesso un elemento culturale e di psicosi sociale, abilmente sfruttato in chiave demagogica all'occorrenza. Inoltre, non si dovrebbe incorrere nel rischio di tentare di regolare od ostacolare ogni tipo di investimento perché proveniente da determinati soggetti, correndosi altrimenti il rischio di danneggiare la capitalizzazione delle società e, come è stato osservato, precludere anche dei rapporti e dei legami che potrebbero nel futuro considerarsi utili per evitare conflitti, anziché generarli⁹⁰.

Si aggiunga la circostanza per cui è molto difficile valutare cosa sia un fondo sovrano e cosa invece sia escluso da una possibile definizione, per comprendere la pericolosità di un affrettato ostruzionismo a determinati tipi di investimenti: i soggetti che ricadrebbero nell'applicazione, potrebbero, ad esempio, mutare il tipo di veicolo del fondo per sfuggire alla definizione. D'altra parte, se i timori risiedono principalmente nell'estrazione di una rendita tramite furto di informazioni, siamo di fronte ad un pericolo che, non solo è possibile a prescindere dall'ammontare della partecipazione detenuta, ma anche da parte di soggetti diversi dai fondi sovrani purché di un certo impatto economico.

90 Nicolas Véron, Regole coerenti per gli investimenti esteri in Europa, 18.01.2011, Lavoce.info, disponibile su <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1002103.html> (accesso effettuato il 26 luglio 2011).

Dal punto di vista regolatorio, va anche considerato che non siamo in presenza di un fallimento del mercato ed è pertanto quantomeno discutibile la necessità di dotarsi di una nuova regolamentazione quando l'attuale, in sostanza, ha sinora funzionato. Tendenzialmente, l'epoca della *better regulation* non dovrebbe accettare "sprechi regolatori". Altresì, si è considerato come il miglioramento della regolamentazione richieda un ciclo economico positivo, altra condizione carente al momento.

Il quadro post-crisi, inoltre, complica la possibilità, per gli stati occidentali, di esercitare pressione o influenza in materia di buone pratiche nei confronti dei paesi emergenti: nella prospettiva di Stati come la Cina o Singapore, risulta quantomeno incoerente la pretesa di offrire parametri *virtuosi* da parte di paesi che hanno, di fatto, tramite comportamenti *viziosi*, scatenato la crisi stessa.

La lezione dei fondi sovrani e il ruolo che hanno recentemente svolto in periodo di crisi, è importante, a livello generale, per regolatori nazionali ed internazionali, che dovrebbero tenere conto della rivoluzione all'interno degli assetti proprietari degli intermediari finanziari e dunque prestare una attenzione addirittura maggiore agli aspetti di *governance* e trasparenza.

Governance e trasparenza sembrano rimanere i principi-chiave cui dovrebbe essere ispirata una azione di sensibilizzazione dei fondi; azione tuttavia, che, se da un lato non può avvalersi di mezzi coercitivi in sede di regolazione internazionale (pur tuttavia avendo una valenza di *soft law* che incide anche sull'elemento reputazionale negli scambi di mercato), dall'altro può e deve essere di guida per i regolatori e le autorità di vigilanza nazionali.

La vigilanza, infatti, gioca un ruolo chiave nel monitoraggio casistico e analitico di partecipazioni e acquisizioni "scomode": si è visto lo spettro di poteri che è in mano alla Banca d'Italia e alla Consob nel vigilare sulle materie in esame, in un'ottica di sana e prudente gestione, trasparenza, stabilità – ovvero i medesimi pilastri su cui si poggiano i tentativi regolatori di cui si è dato merito. È inoltre ipotizzabile un coinvolgimento più attivo, in futuro, delle nuove autorità di regolazione dei mercati finanziari a livello comunitario, ad esempio nella gestione della materia dei soggetti ad impatto sistemico che tanto ha animato gli ultimi anni di dibattito.

A livello nazionale, inoltre, gli strumenti forniti dal diritto comune nonché la possibilità di intraprendere misure di difesa nelle OPA ostili, risultano essere presidi utili per la gestione di conflitti di interesse tra azio-

nisti e aspiranti tali; meno allettante, e meno congeniale, ipotizzare sterilizzazioni *tout court* dei diritti di azionisti scomodi, in quanto si incorrerebbe nel rischio di deprimere gli investimenti e deviarli altrove.

Infine, qualsiasi normativa in ambito europeo deve sempre fare i conti con i limiti dei Trattati e del diritto derivato, della libertà di circolazione dei capitali e dell'apertura dell'Unione agli investimenti: i regolatori, quindi, dovranno stare molto attenti se non vorranno vanificare processi legislativi che ricadrebbero, sistematicamente, sotto la scure dell'Unione.

BIBLIOGRAFIA

1. ANCITEL, *Fondi Sovrani. Potenzialità di investimento per lo sviluppo del territorio*, 2009, 25, disponibile su <http://www.fondisovrani.ancitel.it/file/Fondi%20Sovrani%202011.pdf>
2. AVENDANO E SANTISO, *Are sovereign wealth funds' investments politically biased? A comparison with mutual funds*, OECD Development Centre Working Paper No. 283, December 2009, disponibile su <http://www.oecd.org/dataoecd/43/0/44301172.pdf>
3. BANCA D'ITALIA, Documento per la consultazione, Disposizioni di vigilanza sulle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari http://www.bancaditalia.it/vigilanza/cons-pubblica/proc_concluse/raccolta/2010/proposta_del_cicr/Delibera%20acquisizioni%20definitiva.pdf
4. BECK E FIODORA, *Sovereign Wealth Funds – Before and Since the Crisis*, *European Business Organization Law Review*, EBOR 10 (2009), 354.
5. BENOIT, *Berlin's Takeover Defence Fund Plan Faces Collapse*, *Financial Times*, 2, (8 Novembre 2007).
6. BUNDESRECHT, *Außenwirtschaftsgesetz*, <http://bundesrecht.juris.de/awg/index.html>
7. BUNDESRECHT, *Verordnung zur Durchführung des Außenwirtschaftsgesetzes*, http://bundesrecht.juris.de/awv_1986/index.html
8. CALANDRA BUONAURA, *Intermediari finanziari e corporate governance*, *Giurisprudenza commerciale*, 2009, 05, 867.
9. CAPRIGLIONE (A CURA DI), *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2010, II edizione
10. CARBONE, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, *Dir. comm. internaz.* 2009, 03, 503.
11. COMMISSIONE DELLA COMUNITÀ EUROPEA, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social committee and the committee of the Regions, "A common European approach to Sovereign Wealth Funds"* http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/sovereign_en.pdf
12. CORRIERE DELLA SERA, 12 dicembre 2008, in http://archiviostorico.corriere.it/2008/dicembre/12/Bini_Smaghi_alla_commissione_servizi_co_8_081212047.shtml
13. CORTE DI GIUSTIZIA, C-54/99, Sentenza 14 marzo 2000 (*Scientology v Francia*), disponibile su <http://curia.europa.eu>
14. DECRET n°2005-1739 du 30 décembre 2005 réglementant les relations financières avec l'étranger et portant application de l'article L. 151-3 du code monétaire et financier (versione attualmente in vigore disponibile su <http://www.legifrance.gouv.fr>).
15. ENRIQUES, SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, *Notariato*, 2004, 1, 69.
16. EPSTEIN E ROSE, *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, *The University of Chicago Law Review*, 76, 2009, disponibile su <http://www.law.uchicago.edu/files/files/469-rae-virtues.pdf>
17. GILSON E MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A Minimalist Response to the New Mercantilism* [2008] *Stanford Law Review* 60, 5
18. GUACCERO, Pan, Chester, *Investimenti stranieri e fondi sovrani: forme di controllo nella prospettiva comparata USA-Europa*, *Riv. soc.* 2008, 06, 1359.

19. GUGLER E CHAISSE, *Sovereign Wealth Funds in the European Union - General trust despite concerns*, NCCR Trade Working Paper No 2009/4, Gennaio 2009, 44.
20. HAMAUI, *Il paradosso dei fondi sovrani*, www.lavoce.info, 2 maggio 2008.
21. ICSID, *Maffezini v. Spagna*, Decision on Jurisdiction, 25 gennaio 2000, 5 *ICSID Rep.* 396, 434.
22. IL SOLE 24 ORE, “*Marcegaglia, I fondi sovrani sono un’opportunità da cogliere*”, 27 ottobre 2008, su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/10/marcegaglia-fondi-sovrani-abi.shtml>
23. IL SOLE 24 ORE, “*Ue: Tajani, proteggere imprese strategiche da stranieri*”, 27 dicembre 2010.
24. INTERNATIONAL MONETARY FUND, <http://www.iwgswf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>
25. INTERNATIONAL MONETARY FUND, Comunicato stampa n° 08/03 del FMI del 10 luglio 2008, disponibile sul sito www.iwgswf.org.
26. KENNEDY, *Call to bring sovereign wealth funds and entrepreneurs under private equity code*, *The Times*, 20 november 2007, disponibile su <http://timesonline.co.uk./tol/money/funds/article2903698.ece>
27. LINDBERG, *Sovereign wealth fund regulation in the EU and US: a call for workable and uniform sovereign wealth fund review within the EU*, *Syracuse Journal of International Law and Commerce*, 2009, 37, pag. 108, nota 101, che richiama Paul Betts, *Will Deutschland AG Battle with the Giant Locusts*, *Financial Times* 14 (8 novembre 2007).
28. Loi n°2004-1343 du 9 décembre 2004 de simplification du droit, disponibile su <http://www.legifrance.gouv.fr/affichTexte.do?cidTexte=LEGITEXT000005925370&dateTexte=20110502>
29. MAFFEI ALBERTI (A CURA DI), *Commentario breve al diritto delle società*, CEDAM, 2011
30. MALAN, *Berlino frena i fondi sovrani*, *Il Sole 24 Ore*, 22 agosto 2008, disponibile su <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2008/08/berlino-fondi-sovrani.shtml?uuid=e5b1cc4a-6f58-11dd-ba79-d11e3f3517bd&DocRulesView=Libero>
31. MASCIANDARO, *Per i Fondi sovrani bastano le authority*, *Il Sole 24 Ore*, 6 agosto 2010, disponibile su http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Rassegna-s/Masciandaro_Sole_24_Ore_06_08_10.pdf
32. OECD Ministerial Council Meeting, 4-5 giugno 2008, disponibile su http://www.oecd.org/site/0,3407,en_21571361_40155017_1_1_1_1_1,00.html
33. ^{OECD}, *Message by the OECD Secretary-General to the International Monetary and Financial Committee*, 11 october 2008, Washington, nel document *OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, ottobre 2008, disponibile su <http://www.oecd.org/dataoecd/18/14/41816692.pdf> OPALA E RYBINSKI, *Gordian Knots of the 21st century*, disponibile su www.ssrn.com.
34. PARLAMENTO EUROPEO E CONSIGLIO EUROPE, Direttiva 2007/44/CE, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:247:0001:0016:IT:PDF>
35. PISTOR, *Sovereign Wealth Funds, banks and Governments in the Global Crisis: Towards a New Governance Global Finance?*, *European Business Organization Law Review* 10: 333-352, 2009.

36. PRASAD, RAJAN, SUBRAMANIAN, *Foreign capital and economic growth*, NBER Working Paper 13619, novembre 2007.
37. RAPPORT DEMARROLLE, 2008, Deuxieme Partie, disponibile all'indirizzo <http://lesrapports.ladocumentationfrancaise.fr/BRP/084000299/0000.pdf>
38. ROSELLI E MAZZANTINI, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, Astrid papers, 2009, pag. 22, disponibile su http://www.astrid-online.it/Dossier--d1/DISCIPLINA/Studio--ric/Roselli_Mazzantini_Fondi-sovrani-DEF.pdf.
39. SAVONA, REGOLA, *Il Ritorno dello Stato Padrone*, Rubettino, 2009.
40. SICLARI, *Crisi Dei Mercati Finanziari, Vigilanza, Regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Giuffrè, 01, 45, 2009.
41. SINISCALCO, *Governi alle porte. Crisi del credito e fondi sovrani*, in *Mercato Concorrenza Regole*, / a. X, n. 1, pagina 80, aprile 2008, Il Mulino.
42. SOMMELLA, *L'Italia mette all'angolo Gheddafi Congelati i fondi sovrani di Tripoli - L'Italia congela i fondi sovrani libici*, *Milano Finanza* di martedì 8 marzo 2011, pagina 10.
43. TAYLOR, *Sovereign wealth funds and their regulation*, in Mario Giovanoli and Diego Devos, *International monetary and financial law: the global crisis* (Oxford University Press 2010), 262.
44. THE GUIDELINES MONITORING GROUP, *Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity*, Novembre 2007. Disponibile su http://walker-gmg.co.uk/sites/10051/les/wwg_report_final.pdf
45. VELLA, *Se il fondo è sovrano*, www.lavoce.info, 14.01.2008.
46. VÉRON, *Regole coerenti per gli investimenti esteri in Europa*, 18.01.2011, [Lavoce.info](http://www.lavoce.info), disponibile su <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1002103.html>

IV - I COVENANT NEI CONTRATTI DI FINANZIAMENTO. PROFILI INTRODUTTIVI

CAPITOLO I - FUNZIONE ECONOMICA E FORMA GIURIDICA DEI COVENANT

1. I covenant. Note introduttive.

I *covenant*¹ sono clausole inserite nei contratti di finanziamento² a medio e lungo termine stipulati delle grandi società di capitali³.

La finalità di tali clausole contrattuali è quella di orientare la gestione societaria, imponendo vincoli di natura finanziaria o legati alle politiche di investimento della società⁴. La violazione di detti vincoli legittima i creditori a porre in essere azioni volte alla salvaguardia dei propri interessi; difatti, le parti contraenti potranno rinegoziare le condizioni del finanziamento o, nei casi più gravi, si procederà alla risoluzione di diritto del contratto.

¹ Nel linguaggio finanziario i *covenant* vengono per solito definiti «*restrictions that are put on a borrower by the bank or other entity that granted the loan*» (si v. il *Webster's New World Finance and Investment Dictionary*, Indianapolis, 2003).

² Ai fini della presente trattazione come contratto di finanziamento si intende tecnicamente quel *genus* di contratti la cui causa è connotata dal «*trasferimento della proprietà di una determinata quantità di denaro (...) a favore del sovvenuto (...) e dall'obbligazione di costui di restituirne il tantundem*». In dottrina, cfr. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di credito*, vol. I, Milano, 1995, p. 675.

³ Ciò perché la predisposizione di *covenant* non può che riguardare le grandi imprese. Infatti, solo tali imprese hanno sistemi di rilevazione e controllo che consentono di ottemperare agli obblighi di monitoraggio; e più in generale, solo i finanziamenti di grandi dimensioni sono in grado di «*ammortizzare*» i costi dell'apparato organizzativo necessario ad assicurare un efficace controllo del rispetto degli impegni assunti. Sotto tale profilo i *covenant* assolverebbero alla ulteriore funzione di allocare i costi dell'attività di monitoraggio sul finanziato rendendolo nel contempo soggetto attivo e collaboratore del finanziatore. Cfr. BAZZANA, *I covenant nei contratti di debito* Roma, 2007, p. 60 ss; GIANNELLI, *I covenant finanziari ed il finanziamento di gruppo*, in *Riv. dir. societario*, 2009, III, p. 611.

⁴ Cfr. SCANO, *I covenant nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in AA.VV., *Le operazioni di finanziamento alle imprese*, Torino, 2010, pp. 86-70. Sul punto anche VELLA, *Il nuovo diritto societario e la "governance" bancaria*, in *Banca imp. soc.*, 2003, p. 310, ove si afferma che «*la notevole estensione degli strumenti di finanziamento dell'impresa, a sua volta connessa ad una molteplicità e diversificazione dei poteri amministrativi legati alle differenti tipologie di finanziamento, rappresenta una innovazione di grande rilievo*». Sulla base del nuovo diritto delle società, dunque, si riconoscerebbe «*all'imprenditore ed al finanziatore la libertà non solo di individuare le caratteristiche del titolo di finanziamento, ma (...) anche di costruire e modulare il grado di presenza e di voce nel governo societario che quel finanziamento legittima*».

Tali considerazioni si limitano ad individuare le implicazioni di natura giuridica di dette clausole che si sono sviluppate nella prassi giurisprudenziale nordamericana⁵.

La pratica di tali clausole si è evidenziata nel corso della recente crisi economica. I *covenant* hanno trovato diffusione anche nel nostro paese, in quanto associati sia a finanziamenti bancari (c.d. *loan covenant*) sia all'emissione di prestiti obbligazionari (c.d. *debt covenant*)⁶. Tuttavia, come si evince da un attento esame della prassi di settore⁷, l'utilizzo dei *covenant* è più frequente nell'ambito dei finanziamenti bancari.

Ciò accade perché la loro efficacia è condizionata dal livello di coordinamento dei detentori del debito e dai conseguenti costi di rinegoziazione in caso di violazione degli stessi. Ed invero, il basso livello di coordinamento degli obbligazionisti comporta *ab origine* una mancata stipula dei *covenant* (poiché il costo supererebbe il beneficio soggettivo), oppure un carattere più "tenue" degli stessi⁸.

⁵ Cfr. BROOK, *Debt covenant and event risk: the practitioner as a source of evidence*, in *Working Paper* n. 51, 1990, p. 11, reperibile su http://www.law.columbia.edu/null/Working+Paper+Noexclusive=filemgr.download&file_id=6478&showthumb=0. In particolare, l'Autore sottolinea quanto risalente sia la prassi contrattuale nordamericana in materia di *covenant*. I primi *covenant* furono inseriti, infatti, nei contratti di finanziamento relativi alla costruzione delle linee ferroviarie degli Stati Uniti nel XIX.

⁶ Cfr. PALMIERI, *I bond covenant*, in *Banca, Impresa, Società*, 2006, p. 256. In particolare, l'Autore fa notare che il meccanismo di tutela dei creditori predisposto dai *covenant* si è affermato in Italia proprio nelle operazioni di mutuo industriale. Tuttavia, nel nostro paese, tali clausole non avrebbero avuto una rapida diffusione, difatti se ne attestava la presenza solo ipotesi di prestiti erogati da consorzi bancari per il salvataggio di imprese in crisi. Possibili motivazioni si potevano rinvenire sia nella scarsa dimensione delle imprese italiane e, soprattutto, nella vicinanza tra il mondo bancario e la grande impresa, che avrebbe reso onerosa e pleonastica l'introduzione di *covenant*.

⁷ Cfr. DICHEV-SKINNER, *Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis*, *Journal of Accounting Research* n. 40, 2002; ed anche MATHER-PEIRSON, *Financial Covenants in the Markets for Public and Private Debt*, *Accounting & Finance*, 2006, vol. 46, n. 2.

⁸ Tale considerazione è sicuramente non riferibile ai *covenant* inseriti nell'ipotesi di prestiti obbligazionari collocati tramite operazioni di *private placement*. Cfr. BERTONI, *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Milano, p. 45, ove si sostiene che «l'efficacia giuridica dei *bond covenant* nella protezione degli interessi dei finanziatori è meno pronunciata rispetto al caso dei *loan covenant*». La tutela offerta dai *bond covenant* sarebbe semplicemente implicita limitandosi a rappresentare un *benchmark* di riferimento al fine di valutare il merito creditizio dell'impresa e, di conseguenza, rappresenterebbe un campanello d'allarme di un eventuale pericolo di insolvenza.

2. I covenant: strategia per “alleviare” i problemi di agency.

Da un punto di vista teorico, sono differenti le motivazioni proposte in letteratura per spiegare il fondamento giuridico dei *covenant*. Nella prospettiva dell'analisi economica basata sul c.d. “rapporto di agenzia”, i *covenant* assolverebbero alla funzione di dirimere il conflitto tra soci/*manager* e creditori cristallizzando il profilo di rischio dell'impresa finanziata⁹. I creditori, ed in particolare modo le banche, mirano ad evitare il deterioramento della qualità del credito con il monitoraggio dell'andamento dell'impresa e della sua capacità di restituzione del prestito.

Infatti i soci, una volta ottenuta l'erogazione del prestito, potrebbero porre in essere comportamenti opportunistici a danno dei creditori sociali: deliberare l'incremento della percentuale di utili distribuita o il riacquisto di azioni (alienando *asset* aziendali) o persino stabilire compensi eccessivi ad amministratori o dipendenti della società¹⁰.

Ed ancora, proprio il differente profilo di rischio che distingue ontologicamente azionisti e creditori sociali potrebbe portare i primi a modificare la propria politica imprenditoriale decidendo di intraprendere progetti più rischiosi¹¹.

Inoltre, l'introduzione dei *covenant*, proteggendo il finanziatore da tali atti, facilita la stessa società nella ricerca di capitale consentendo di corrispondere un interesse ridotto a fronte dell'assunzione di vincoli che riducano fenomeni di *moral hazard* nella gestione dell'impresa¹². Ciò rende tali

⁹ Cfr. PATRONI GRIFFI, *I covenant finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. societario*, 2009, p. 60. L'*agency theory* afferma che all'interno della moderna società di capitali il rapporto tra soci e i finanziatori non “proprietary” genera costi di agenzia. Infatti, i primi sono indotti a intraprendere azioni potenzialmente a danno dei creditori. Tale profilo di rischio è sicuramente favorito dall'autonomia patrimoniale della società, la cui insolvenza non coinvolge direttamente i soci e sarebbe tanto più intenso quanto maggiore è il ricorso della società al debito. In dottrina cfr. JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, n. 3, p. 312 ss.; GREEN-TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, 1986, vol. 10, p. 392.

¹⁰ Cfr. SMITH-WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond covenant*, in *Journal of Financial Economics*, 1979, p. 7.

¹¹ Cfr. BAZZANA, *I covenant nei contratti di debito*, Roma, 2007, p. 32. Nello specifico, l'Autore sottolinea che un incremento del rischio nella politica di investimento potrebbe ingenerare, ad esempio, un conflitto di interessi tra azionisti ed obbligazionisti nella misura in cui le nuove emissioni obbligazionarie fossero collocate ad un tasso superiore, riducendo il valore delle precedenti emissioni.

¹² Cfr. ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 84 ss.

strumenti più efficienti, almeno per le imprese di “successo”¹³, rispetto alle garanzie reali¹⁴.

Seppure le imprese creditizie ricorrono ai *covenant* in tutti i casi in cui il debitore non sia in grado di fornire sufficienti garanzie reali, si è assistito negli ultimi anni alla stipula di contratti di finanziamento caratterizzati dalla sistematica rinuncia a garanzie reali a favore dei *covenant* più rispondenti alle esigenze di monitoraggio dell'affidabilità e della capacità creditizia¹⁵.

Infatti, i *covenant* hanno un ruolo centrale nei finanziamenti a medio e lungo termine in quanto si fondano sull'affidabilità del mutuatario che deve essere in grado di garantire flussi di cassa continui nel medio periodo.

Pertanto, il creditore cerca di assicurarsi una corretta gestione aziendale inserendo uno specifico strumento di controllo contrattuale del rischio.

D'altro canto, tali clausole, tutelando l'interesse del finanziatore alla corretta gestione societaria, risultano vantaggiose per l'intera compagine dei creditori sociali, inclusi i c.d. creditori “inconsapevoli”, ammessi a beneficiare degli effetti del monitoraggio¹⁶.

Tali finanziatori sono caratterizzati dalla forte capacità professionale e dotati di specifiche competenze tecniche, quali le banche che costituiscono uno strumento di contenimento dei costi di *agency* più efficace della nomina all'interno del consiglio di amministrazione di amministratori indipen-

¹³ È facilmente comprensibile che l'impresa che non sia dotata di un particolare merito creditizio accetterà difficilmente un finanziamento corredato da tali clausole. La sua situazione finanziaria diventerebbe, infatti, “osservabile” per effetto del *monitoring*.

¹⁴ Cfr. PATRONI GRIFFI, *I covenant finanziari. Note introduttive*, op. cit., 602. L'Autore riporta tale affermazione richiamando il lavoro di HILL, *Is secured debt efficient?*, in *Texas Law Review*, 2002, vol. 80, p. 1117. In effetti, tale opinione appare condivisibile considerando che i *covenant* proteggerebbero il finanziatore sia stabilizzando il profilo di rischio dell'impresa sia consentendogli, grazie agli strumenti di *monitoring*, un'immediata reazione: disinvestire rapidamente o adeguare la remunerazione del capitale investito all'incrementato rischio di “*default*”. Profili di tutela assenti nelle tradizionali garanzie reali.

¹⁵ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2008, p. 501 ss.

¹⁶ Così BAZZANA, *I covenant nei contratti di debito* Roma, op. cit., p. 54. Ed anche ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, cit., p. 107 ss; cfr. SANSONE, *Le garanzie del credito nelle procedure concorsuali e nella fase esecutiva*, relazione all'incontro di studi organizzato dal CSM sul ruolo delle garanzie reali, Roma, settembre 2002. Nell'ipotesi in cui il soggetto finanziato versi in una situazione di insolvenza, il creditore che effettua il *monitoring* viene a trovarsi in una condizione di privilegio informativo, in base alla quale potrebbe ritardare la manifestazione dell'insolvenza del debitore al fine di acquisire garanzie o privilegi in vista dello stato di fallimento. In dottrina, cfr. GALLETTI, *I covenant e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti*, [http://aleasrv.cs.unitn.it/smefin.nsf/5d79ef7735a48303c12569510048c32d/b468b9a5b5d0491a1c12574fe003b5ef5/\\$FILE/covenant_Galletti.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/smefin.nsf/5d79ef7735a48303c12569510048c32d/b468b9a5b5d0491a1c12574fe003b5ef5/$FILE/covenant_Galletti.pdf).

denti. La violazione dei *covenant*, facilitata dall'imposizione di vincoli stringenti, può alimentare un continuo processo di monitoraggio da parte dell'ente finanziatore in quanto gli amministratori saranno tenuti a dar conto della violazione del *covenant*. Ciò consente di affermare che, oltre a svolgere una funzione “pedagogica”, diretta a garantire il rispetto delle scadenze contrattuali, i *covenant* consentono ai creditori di intervenire indirizzando la gestione societaria anche a seguito di inadempimenti di scarsa importanza¹⁷.

3. L'efficacia deterrente dei covenant.

L'efficacia deterrente dei *covenant* poggia sul sistema di sanzioni predisposto in caso di loro inadempimento. La prassi individua un'articolata serie di ipotesi.

Anzitutto, il *default* dell'emittente potrà costituire una clausola risolutiva espressa ex art. 1456 c.c. o comportare la decadenza dal beneficio del termine¹⁸. In tal caso, qualora la risoluzione del contratto di finanziamento rappresenti una sanzione eccessiva rispetto a violazioni di poco conto, la reazione all'inadempimento sarà la rinegoziazione dei termini del prestito con l'attribuzione di specifici diritti al finanziatore, quali il diritto di ottenere delle garanzie supplementari o richiedere mutamenti nella gestione della società ovvero l'aumento dei tassi d'interesse¹⁹.

La risoluzione del contratto, infatti, non è sempre la soluzione più efficiente per lo stesso creditore ed è, di regola, prevista nello stesso regolamento contrattuale come *extrema ratio* a fronte dell'inefficacia di rimedi meno drastici²⁰ al fine di salvaguardare la continuità del rapporto tra finanziatore e finanziato²¹.

¹⁷ Cfr. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, vol. 57, p. 31; ed anche cfr. BAIRD-RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *U. Penn. L. Rev.*, 2006, vol. 154, p. 1209 ss.

¹⁸ In aggiunta, è stata prospettata anche la possibilità di agire in via cautelare qualora il finanziatore abbia consapevolezza di un'eventuale incombente violazione del *covenant*. Ad esempio, in caso di probabile violazione del divieto di alienare un *asset* aziendale si potrebbe proporre una domanda giudiziale di sequestro conservativo del bene oggetto del *covenant*. In dottrina PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, cit., p. 505.

¹⁹ Cfr. REHBINDER, *Geleitwort*, in KÄSTLE, *Rechtsfragen der Verwendung von Covenants in Kreditverträgen*, Berlino, 2003.

²⁰ In alcune ipotesi, tali misure sono la conseguenza di eventi che solo indirettamente coinvolgono il rapporto di finanziamento: si tratta dei c.d. *covenant cross-default*. Tale *covenant* opera nel caso di il mancato adempimento di obbligazioni che il “finanziato” abbia

A tal riguardo, nelle ipotesi in cui il creditore conceda un finanziamento ad una società si solleva un problema: la competenza ad onorare gli specifici impegni è, in alcuni casi, legata alla relativa decisione dell'assemblea dei soci, come ad esempio l'impegno a non distribuire utili ai soci, a non deliberare la trasformazione della società, a non modificare l'oggetto sociale, a non ridurre il capitale nominale.

E' da valutare, anzitutto, la validità e l'efficacia dei vincoli assunti dagli amministratori nel caso in cui il contenuto del *covenant* coinvolga le competenze dell'assemblea dei soci. La legittimazione dell'organo gestorio ad assumere tali obblighi non deve essere messa in discussione: gli amministratori hanno la rappresentanza generale della società e la competenza esclusiva a gestire la stessa. Pertanto, nel reperire risorse finanziarie, gli amministratori potranno efficacemente assumere obblighi che coinvolgono, anche, le competenze dell'assemblea sociale.

Tuttavia, vi è il rischio che la società contraddica se stessa e adotti una delibera assembleare contrastante con il contenuto del *covenant*²². La questione è estremamente delicata in quanto crea chiaramente una sovrapposizione di competenze tra soci e organo gestorio. I soci, infatti, sono chiamati a scegliere tra due alternative: ottemperare all'obbligo assunto o deliberare in contrasto con il *covenant*, esponendo la società ad una sicura perdita economica derivante dalla revoca del finanziamento.

Secondo parte della dottrina²³ sarebbe, quindi, auspicabile interpellare preventivamente l'assemblea dei soci su tali operazioni.

Tale soluzione è apparentemente opposta alla direzione intrapresa dal nostro diritto societario: con l'attuale disciplina, infatti, sembrerebbe essere venuta meno la possibilità degli amministratori di sottoporre di propria i-

nei confronti di terzi. Tale evento potrebbe determinare la decadenza dal beneficio del termine del debitore, anche se ha adempiuto puntualmente a tutte le obbligazioni nei riguardi del finanziatore. L'inserimento di tale clausola se di applicazione generalizzata potrebbe determinare un vero effetto domino per il debitore. Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, cit., p. 506 ss.

²¹ Cfr. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit., p. 28.

²² Un eventuale inadempimento comporterebbe unicamente il sorgere una responsabilità di tipo risarcitorio. Infatti, il *covenant* non ha alcuna efficacia reale e gli obblighi dedotti in contratto risultano incoercibili. Il creditore non potrà imporre alla società di ritirare le delibere assunte e, in generale, non potrà imporre ai soci, terzi rispetto al contratto di ottemperare agli impegni assunti tramite il *covenant*.

²³ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, cit., p. 505 ed anche SCANO, *I covenant nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, cit., p. 9 ss.

niziativa su operazioni attinenti alla gestione sociale all'approvazione dell'assemblea (ora spettante esclusivamente agli amministratori stessi).

Tuttavia, è ipotizzabile che lo statuto della società preveda una specifica autorizzazione dell'assemblea ordinaria per il compimento dei singoli atti da parte degli amministratori *ex art. 2364, comma 1, n. 5 c.c.*, al fine di risolvere preventivamente il possibile conflitto tra gli organi sociali²⁴.

Ed ancora, si potrebbe stabilire che una generale sottoposizione all'assemblea delle operazioni gestorie che incidano sulle prerogative degli azionisti debba considerarsi dovuta al fine di adempiere all'incarico di amministrare il patrimonio altrui secondo buona fede e correttezza²⁵.

²⁴ Anche per le autorizzazioni relative gli atti degli amministratori previste dallo statuto resterebbe ferma la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti.

²⁵ Cfr. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso*, tomo II, Torino, 2006, p. 25.

CAPITOLO II - STRUTTURA E RESPONSABILITÀ DEL CONTROLLO

4. Il contenuto dei covenant.

La dottrina ha proposto nel tempo diverse classificazioni dei *covenant* trattandosi di un fenomeno dinamico ed in costante evoluzione²⁶.

Una prima distinzione è tra *affirmative covenant* e *negative covenant*, clausole basate su obblighi rispettivamente di fare e di non fare²⁷. Al riguardo, la dottrina distingue i *covenant* finanziari che tutelano direttamente il patrimonio sociale, dai *covenant* legali che impongono vincoli all'operatività del finanziato tutelando in via solo mediata il patrimonio sociale²⁸.

Tra i *covenant* più diffusi ritroviamo²⁹ quelli che hanno ad oggetto:

i. limitazioni all'indebitamento³⁰. Tale clausola ha la finalità di evitare

²⁶ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, cit., p. 505.

²⁷ In particolare, i *negative covenant* possono essere inquadrati nella categoria giuridica delle "garanzie negative". Cfr. PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I.

²⁸ Cfr. SALOMONE, *I covenants a tutela dei finanziamenti*, in *Impresa*, 2003, 1618, distingue tre tipologie di *covenant*:

- a) comunicativi, che impongono all'impresa stringenti obblighi d'informazione;
- b) finanziari, che vincolano la stessa al mantenimento di particolari rapporti tra voci attive e passive del bilancio o di determinati valori assoluti;
- c) cauzionali, che limitano la libertà della società finanziata di concedere garanzie a terzi - *negative pledge* - o la subordinano alla previa concessione, in proprio favore, della medesima garanzia - *pari passu*.

²⁹ Per un esame della prassi di mercato negli USA rimandiamo ai risultati di due studi. Il primo è stato elaborato da *Fitch Ratings* in data 17 gennaio 2005 "Survey of European Private Placement Investors": si tratta di un'indagine condotta intervistando ventuno tra i maggiori investitori istituzionali del mercato europeo. Il secondo studio è contenuto in un articolo scientifico pubblicato tra i *working paper* della *Federal Reserve Bank* di San Francisco avente ad oggetto una comparazione tra quasi 2500 collocamenti tra pubblici e privati compiuti negli Stati Uniti a cavallo tra il 1985-1994. Cfr. KWAN -CARLETON, *Financial Contracting and the Choice Between Private Placement and Publicly Offered Bonds*, 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=631846. Sulla base dei risultati di tali indagini, riportiamo alcuni elementi ricorrenti in tali operazioni:

- a) i *covenant* sono tipici dei *private placement*;
- b) il *rating* tipico degli emittenti che ricorrono a tali *covenant* corrisponderebbe a BBB;
- c) i *covenant* più frequenti sono gli *affirmative covenant* che impongono alla società di mantenere determinate condizioni di equilibrio economico-finanziario.

³⁰ Di solito tale valutazione è basata considerando il rapporto tra EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) o EBTDA (*Earnings Before Taxes, Depreciations and Amortisations*) e l'ammontare dell'indebitamento nel singolo esercizio oppure una valutazione dell'indebitamento legata all'abbassamento del giudizio espresso dalle agenzie di *rating*. Un *covenant* di questo tipo era contenuto nel *bond* per 300 mln di euro emesso da Parmalat e collocato interamente presso Nextra, società di gestione del risparmio (Sgr) del gruppo Intesa, tramite un *private placement* con l'intermediazione di Morgan Stanley. L'emissione era accompagnata dalla stipula di un contratto accessorio atto a disciplinare un *covenant* a favore del sottoscrittore Nextra. Esso legava il rendimento

un sovraindebitamento da parte della società introducendo una valutazione dell'andamento economico della stessa tramite la ponderazione dell'attivo e del passivo.

ii. Limitazioni ai pagamenti nei confronti di alcuni soggetti³¹. I soggetti in questione sono, di regola, soci, amministratori o altre categorie di creditori vicini alla società. Tramite tale clausola, si potrebbe determinare un divieto di distribuire dividendi agli azionisti o *benefit* a dipendenti o amministratori.

iii. Limitazioni alle operazioni di *lease back*, al fine di evitare una riduzione della garanzia generale del debitore³².

iv. Limitazioni alla vendita di *asset*³³. Tale clausola potrebbe tutelare il creditore rispetto all'ipotesi di cessione dei cespiti aziendali di più facile liquidabilità, quindi dei beni che in caso di fallimento potrebbero più facilmente essere oggetto di esecuzione coattiva.

v. Limitazioni ad operazioni di fusione³⁴. La clausola in esame è la tipica clausola "legale" che mira a tutelare il patrimonio della società indirettamente imponendo condizioni che attengono alla sua capacità di agire.

In particolare, si vuole evitare che, tramite un'operazione di fusione, la società aggravi la sua posizione debitoria legandosi a società aventi un merito creditizio più basso o un'elevata esposizione debitoria: tipico è il caso

dell'obbligazione al grado di copertura degli interessi (*Interest Cover Ratio*) di Parmalat, facendo aumentare il rendimento di 50 b.p. al superamento (verso il basso) di determinate soglie dell'*Interest Cover Ratio*. Al di sotto di una soglia minima (4%) l'investitore aveva diritto di imporre all'emittente il riacquisto delle obbligazioni al valore nominale maggiorato degli interessi maturati. Per una ricostruzione della vicenda, cfr. DI STASO, *Il Caso Parmalat*, in *Archivio Ceradi Luiss G. Carli*, 2004,

³¹ Un'eventuale compressione dei diritti degli azionisti dovrà, tuttavia, essere ratificata dall'assemblea degli azionisti o delle categorie di azionisti coinvolte.

³² Tali atti possono comunque pregiudicare gli interessi dei finanziatori generando un incremento del *leverage*, a cui si accompagna un incremento della rischiosità d'impresa. Cfr. CAGNASSO-COTTINO, *I contratti commerciali*, in *Trattato di diritto commerciale*, a cura di Cottino, Torino, 2000, p. 84. Resta problematica la qualificazione delle operazioni di *lease back* spesso ritenute dalla nostra giurisprudenza come espedienti per eludere il divieto di patto commissorio e pertanto nulle.

³³ Tale clausola ha un ambito di applicazione estremamente ampio applicandosi alla cessione degli *asset* aziendali più disparati. Ad esempio, può avere ad oggetto beni immobili gravati da ipoteca per garantire il creditore dal rischio di dover promuovere un'esecuzione e il diritto di sequela nei confronti del soggetto terzo prenditore.

³⁴ Cfr. MOSCHETTA, *Il ruolo dei financial covenant nella riduzione delle asimmetrie informative sul debito*, cit., p. 41. Si è rilevato che tale clausola consentirebbe di fornire una tutela ulteriore agli obbligazionisti rispetto a quella civilistica ex art. 2503 c.c. Cfr. PALMIERI, *I bond covenant*, in *Banca, Impresa, Società*, 2006, p. 268.

dell'operazione di *leverage-by-out*, oppure che l'operazione avvenga con un soggetto straniero comportando eventuali disagi per gli obbligazionisti.

vi. Limitazioni al cambiamento della compagine di controllo al fine di evitare che un mutamento della stessa si rifletta sulle politiche gestionali della società con un mutamento del profilo di rischio.

vii. Limitazioni alle transazioni con affiliate o controllanti. L'adozione di tale *covenant* è funzionale ad evitare un deterioramento della posizione debitoria della società a favore delle società affiliate o controllanti.

viii. Imposizione di obblighi informativi³⁵. Tramite tale clausola, il creditore può imporre al debitore di comunicare al finanziatore l'intenzione di compiere determinate operazioni o di trasmettere determinati documenti contabili, in generale, tutti i documenti necessari al monitoraggio della situazione finanziaria della società.

ix. Obbligo di proseguire una data attività³⁶, inteso come divieto di modificare anche di fatto l'oggetto sociale, in quanto ciò potrebbe determinare un incremento delle condizioni di rischio assunte.

x. Obbligo di concedere la medesima garanzia fornita ad altri ("*pari passu*"). La clausola impone al debitore di concedere al finanziatore beneficiario del *covenant* le medesime garanzie fornite a terzi.

xi. Divieto di concedere garanzie reali sul patrimonio o garanzie

³⁵ Nell'ordinamento italiano, tale clausola potrebbe ritenersi, almeno in parte, di scarso interesse in ragione degli obblighi di *disclosure* imposti ai soggetti emittenti strumenti finanziari quotati o diffusi tra il pubblico in misura rilevante. In merito agli obblighi informativi, è da segnalare la possibilità che il soggetto finanziatore contrattualizzi il diritto a) di ottenere la certificazione di *compliance* dei documenti fornitigli da parte di soggetti esterni; b) di convocare *management meetings* con *key persons*, preventivamente individuate (o da individuare volta per volta), in modo da rendere i *business plans* della società oggetto di discussione. Ulteriore ipotesi è quella che riesca ad ottenere la partecipazione al consiglio di amministrazione tramite un c.d. *board observer*, il quale risulti abilitato ad assistere a tutte le riunioni, anche di carattere strategico, dell'organo amministrativo, senza con ciò acquisire la posizione formale di amministratore. Su tale possibilità cfr. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006, p. 1. Simili meccanismi di tutela del finanziatore pongono problemi sul versante degli obblighi di riservatezza e di tutela dei segreti aziendali. Problemi risolvibili procedendo unicamente su base negoziale. Si è notato che «sono frequenti le pattuizioni in base alle quali gli accessi e i controlli devono venir effettuati anche dal board observer nel rispetto di ogni prescrizione normativa, volta per volta applicabile, in materia di data protection, privacy, secrecy and any other applicable restrictions and requirements, con l'impegno a mantenere secret and confidential tutte le informazioni comunque ricevute». Cfr. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenant*, in *Giur comm.*, 2008, I, p. 1094.

³⁶ Il mutamento dell'oggetto sociale potrebbe rappresentare per la società una variazione delle condizioni di rischio assunte. Tale clausola potrebbe atteggiarsi diversamente o come divieto di modificare l'attività d'impresa o come divieto di ampliare l'oggetto sociale.

subordinate³⁷. E' una clausola *standard* idonea ad evitare la diluizione della garanzia del finanziatore beneficiario, nonché la postergazione del debitore rispetto ad altri creditori.

xii. Divieto di concedere garanzie sui beni costituiti in garanzia. Ciò per evitare che il finanziatore possa trovarsi coinvolto in una lite giudiziaria con i titolari di garanzie di grado inferiore.

Dal tenore delle clausole e dalle considerazioni sopra esposte, si può comprendere quanto tali strumenti possano essere pervasivi.

La prassi americana, certamente più evoluta, sconsiglia di utilizzare acriticamente moduli e formulari e suggerisce, invece, di calibrare le clausole alla situazione patrimoniale, finanziaria e gestionale della società al fine di conservare la garanzia patrimoniale del soggetto finanziato e non impedire lo sviluppo dell'attività d'impresa. Un utilizzo mal ponderato dei *covenant* potrebbe essere d'ostacolo ad un'efficiente gestione societaria e portare, per una sorta di eterogenesi dei fini, all'insolvenza della società stessa³⁸.

5. Validità dei covenant nell'ordinamento italiano.

Alla luce delle considerazioni che precedono, resta da valutare la compatibilità di tali strumenti contrattuali - sviluppatasi in sistemi giuridici di *common law* - con il nostro ordinamento.

Su di un piano prettamente civilistico, i *covenant* sono stati oggetto di scarsa considerazione in ragione sia della dinamicità del fenomeno, sia del rilievo e della complessità delle operazioni economiche in questione, fattori che hanno spinto e spingono le parti contraenti ad adire raramente le sedi giurisdizionali per dirimere le controversie insorgenti tra loro.

Ciò premesso, si può aderire alla qualificazione elaborata da chi ha ritenuto i *covenant* quali una «*garanzia atipica del credito*»³⁹.

³⁷ Cfr. PATRONI GRIFFI, *I covenant finanziari. Note introduttive*, cit., p. 604.

³⁸ Lo studio è stato condotto da Banca Mediocredito, Centrale dei Bilanci, *I covenant di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine. Clausole e parametri statistici di riferimento settoriale*, Roma, 2003, ove viene evidenziato che la probabilità di violazione dei *covenant* finanziari è molto elevata se i parametri vengono stabiliti non su misura dell'impresa, ma parametrati sull'intero settore produttivo.

³⁹ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenant*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, op.cit. 501 riportando le riflessioni di SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch covenant*, Tübingen, 2008, p. 1; cfr. RAYNAUD, *La stipulation d'indisponibilité*, Clermont-Ferrand, 2003, specie p. 207 ss.

Da un lato le garanzie tradizionali rafforzano la probabilità di adempimento: esse sono attivate soltanto a seguito dell'inadempimento del debitore e presentano una componente aggiuntiva in grado di soddisfare il creditore proprio nell'ipotesi di inadempimento. Dall'altro lato, i *covenant* costituiscono una garanzia atipica in quanto accessoria all'obbligazione principale e destinata ad operare pienamente durante tutta la vicenda esecutiva dell'obbligazione principale.

Tali clausole hanno una funzione preventiva diretta a mantenere la stabilità del patrimonio del debitore e, dunque, a rendere effettiva la garanzia patrimoniale generica *ex art. 2740 c.c.*⁴⁰. L'inadempimento dei *covenant* fungerebbe da «*trip wares that signal the need for creditor attention*»⁴¹, di segnalazione, potenzialmente anche dell'ingresso del debitore nell'area dell'insolvenza⁴².

Aderendo ad una tale ricostruzione, diviene, tuttavia, necessario verificare la compatibilità di tali garanzie atipiche con i principi propri del nostro ordinamento⁴³.

In particolare è necessario sottoporre tali clausole, frutto dell'autonomia negoziale, al giudizio di meritevolezza *ex art. 1322 c.c.* L'articolo in commento sanzionerebbe come non degne di tutela, le previsioni contrattuali lesive di valori costituzionalmente garantiti, quali la libertà di iniziativa economica *ex art. 41 della Costituzione*.

Tale valutazione va compiuta alla luce delle caratteristiche della fattispecie e dello scopo complessivo dell'operazione. In questa prospettiva non è sufficiente invocare l'interesse alla conservazione della garanzia patrimoniale del creditore, ma il limite invalicabile per le parti contraenti sarà non privare *de facto* il debitore della libertà economica.

Nello specifico, si tratta di verificare che le relative clausole contrattuali garantiscano un corretto bilanciamento tra gli interessi in gioco e assicurino il rispetto del principio di proporzionalità della garanzia pattuita ri-

⁴⁰ Cfr. PIEPOLI, *Le "garanzie negative"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, 431.

⁴¹ Cfr. TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Rev.* 2009, vol. 57, pp. 134 e152.

⁴² Cfr. SCANO, *I covenant nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale*, cit., p. 92.

⁴³ Tra i quali i principi, quelli dettati dall'articolo 1179 c.c. che stabilisce «chi è tenuto a dare una garanzia, senza che ne siano determinati il modo e la forma, può prestare a sua scelta un'idonea garanzia reale o personale (Cod. Civ. 1943-1), ovvero altra sufficiente cautela».

spetto al rischio assunto dal creditore e dei limiti all'autonomia imprenditoriale di quest'ultimo⁴⁴.

Compiendo una rapida disamina delle clausole più comuni, i *covenant* c.d. informativi non presentano criticità. La richiesta di fornire tutte le informazioni connesse alla gestione aziendale, funzionali alla valutazione dell'andamento della società, è pienamente giustificabile alla luce della relazione economica esistente tra le parti contraenti, né può dirsi limitativa dell'autonomia imprenditoriale del debitore.

Differente è la valutazione dei *covenant* c.d. finanziari. Essi non impongono alcuna scelta gestionale stabilendo semplicemente degli obiettivi vincolanti per la società. Il loro rispetto garantirà al debitore piena libertà d'azione salvo che i parametri stabiliti non siano a tal punto stringenti da prestarsi ad una violazione anche accidentale. Sarà necessario esaminare la singola operazione di finanziamento e il relativo regolamento contrattuale per verificare che sia stato stabilito «un corretto bilanciamento tra intensità delle restrizioni derivanti dai diversi dati e rapporti di bilancio e la specifica funzione economica dell'operazione creditizia»⁴⁵.

Per quanto attiene alle clausole che impongono il divieto di compiere determinate operazioni aziendali, esse sono maggiormente lesive della libertà imprenditoriale del soggetto finanziato. Infatti, pongono un vero e proprio potere di veto a favore del finanziatore al compimento di affari potenzialmente vantaggiosi per l'impresa, ad esempio l'ampliamento dell'attività sociale o la stipula di nuovi contratti di finanziamento. La prassi prevede che tali operazioni vengano compiute solo previa autorizzazione del finanziatore. Tuttavia, secondo parte della dottrina⁴⁶ le clausole in esame sarebbero valide solo se interpretate restrittivamente: l'autorizzazione sarebbe un atto dovuto nel caso in cui il debitore provi la convenienza economica dell'operazione stessa o il mancato assenso del finanziatore sia giustificato dall'esistenza di una “giusta causa” per il diniego.

Con riguardo alle “garanzie negative”, ossia i limiti al potere di disposizione del patrimonio aziendale (dal divieto di costituire garanzie reali a favore dei terzi creditori all'impegno a non alienare determinati beni a-

⁴⁴ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenant*, cit., p. 507 ss. In caso di *covenant* legati accordi di ristrutturazione il giudizio di legittimità potrà essere compiutamente effettuato dal tribunale in sede di omologazione.

⁴⁵ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenant*, cit., p. 513.

⁴⁶ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenant*, cit., p. 512.

ziendali), la legittimità della singola clausola dovrà essere vagliata verificando che vengano rispettati i dettami dell'art. 1379 c.c.⁴⁷: il divieto di alienazione imposto al debitore deve rispondere ad un apprezzabile interesse di una delle parti e deve essere contenuto entro convenienti limiti di tempo.

Inoltre, il giudizio di validità di clausole di questo genere dovrà effettuarsi non solo al momento della stipula del contratto ma dovrà estendersi anche alla fase di esecuzione dello stesso per evitare che si perda la relazione di proporzionalità del rapporto. Il debitore, infatti, potrebbe avere rimborsato buona parte del finanziamento e, di conseguenza, i vincoli impostigli potrebbero risultare eccessivi rispetto all'ammontare del credito ancora vantato dal finanziatore.

In conclusione, se il controllo sul contenuto della clausola dovesse terminare con un sostanziale giudizio di nullità della medesima, ciò non comporterà di per sé la nullità dell'intero contratto, anche se fosse giudizialmente provato che le parti non lo avrebbero stipulato senza l'apposizione di una tale clausola. Infatti, ad essere nulla, non sarebbe la clausola in sé ma l'assetto di interessi da essa realizzato. Pertanto, un'eventuale rinegoziazione del *covenant*, al fine di renderlo conforme al principio di proporzionalità, avrebbe effetti conservativi dell'intero contratto⁴⁸.

6. *La responsabilità del finanziatore/banca nell'esercizio del controllo derivante dai covenant.*

Dopo aver affrontato la tematica della compatibilità dei *covenant* con l'ordinamento interno nella prospettiva del diritto delle garanzie, è necessario considerare le conseguenze giuridiche dell'influenza del finanziatore nella gestione dell'impresa⁴⁹ e i profili di responsabilità del creditore nel caso in cui l'influenza esercitata si traduca in un danno alla società.

⁴⁷ A parere di PIEPOLI, *Le garanzie negative*, cit., p. 425, nt. 67, ove si afferma che la norma assume una valenza generale. A sostegno di ciò, l'Autore annota una sentenza della Cass. 17 novembre 1999, n. 12769, in *Mass. Foro it.*, 1999.

⁴⁸ Cfr. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants bancari*, cit., p. 519. A ciò si aggiunga che nella prassi è frequente l'uso di clausole che escludono espressamente l'estensione dell'invalidità di una disposizione al resto del regolamento contrattuale.

⁴⁹ Fenomeno conosciuto, nella dottrina di *common law*, come *bank shadow director*.

Diversamente da altri sistemi giuridici⁵⁰, nel nostro ordinamento non mancano gli strumenti per sanzionare l'abusivo esercizio dei poteri derivanti da *covenant*. La possibilità che, per effetto dell'esecuzione del rapporto contrattuale, un contraente possa esercitare un'influenza sull'altrui attività imprenditoriale tale da orientarne le scelte di politica commerciale o di programmazione finanziaria costituisce, infatti, il sintomo dell'esistenza di una posizione di controllo esterno. Conseguentemente, potrebbero emergere precise responsabilità da direzione e coordinamento *ex art.* 2497, comma 1 e 2, c.c.⁵¹.

Ai fini della presente riflessione, occorre preliminarmente notare che, seppure i *covenant* possano assistere un prestito obbligazionario, in questo caso difficilmente potranno concretizzare un'attività di direzione e coordinamento. Realizzeranno, al più, una generica limitazione dell'autonomia gestionale della società e offriranno semplicemente rimedi contrattuali per l'ipotesi di violazione degli obblighi derivanti dal *covenant*⁵².

Al contrario, le disposizioni del codice civile che disciplinano la responsabilità nel gruppo *ex art.* 2497, comma 1 e 2 c.c., per il loro carattere di norme aperte, hanno un potenziale applicativo talmente ampio da comprendere anche gli atti di intervento dei creditori forti, quali le banche.

Si è riscontrato nella prassi come gli istituti di credito chiedano ed ottengano la concessione di garanzie che attribuiscono, di fatto, ad esse il potere gestorio in particolar modo nelle operazioni finanziarie per il salvataggio di imprese in crisi.

Proprio in tali circostanze, la banca riesce ad ottenere una serie di limitazioni all'attività imprenditoriale del debitore: nel contesto di una situazione di crisi, i presupposti dell'esercizio di un'attività di direzione e coordinamento si verificano con maggior probabilità. L'istituto di credito potrà, infatti, assumere la decisione di far sopravvivere le società in crisi o di sottoporle al fallimento, scelte che hanno natura propriamente imprenditoria-

⁵⁰ Cfr. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. societario*, 2010, II, p. 418; TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, cit.

⁵¹ Altre figure ricostruttive del fenomeno come la figura dell'amministratore di fatto devono essere accantonate a favore della più lineare applicazione dei principi della responsabilità da direzione e coordinamento *ex art.* 2497 c.c. a seguito dell'esercizio di un controllo contrattuale. Cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, tomo II, *Diritto delle società*, a cura di Campobasso, Torino, 2009, p. 235.

⁵² Cfr. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, 2008, p. 273 ss.

le⁵³. Se la decisione di far sopravvivere l'azienda dovesse provenire dai creditori forti questo potrebbe essere considerato come indice rivelatore di un'attività di direzione e coordinamento.

Tale questione assume un rilievo specifico per le possibili interferenze con la normativa fallimentare volta a favorire le soluzioni stragiudiziali delle crisi. Le banche sono, infatti, incentivate ad intervenire per evitare la liquidazione e ridurre le perdite conseguenti all'insolvenza del soggetto finanziato. Quindi, da un lato, tale coinvolgimento è tutelato dalla disciplina fallimentare che sottrae all'azione revocatoria le operazioni compiute in esecuzione degli accordi di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182-bis* legge fall. e dei piani di risanamento. Dall'altro, nessun correttivo specifico è stato introdotto per scongiurare l'applicazione dell'art. 2497 c.c. nell'ipotesi in cui operazioni astrattamente censurabili siano state condotte per superare una situazione di crisi dell'impresa. Ciò potrebbe disincentivare le banche a intervenire per evitare il fallimento delle società finanziate rischiando di produrre conseguenze antitetiche alle finalità del recente intervento legislativo in materia fallimentare.

Fatta questa premessa, affinché si configuri la fattispecie *ex art. 2497*⁵⁴ c.c. sarà necessario verificare che ne sussistano tutti gli elementi costitutivi ovvero che la banca, in posizione di controllo in base ai *covenant*, esercitando un'attività di direzione e coordinamento ed agendo nell'interesse imprenditoriale proprio od altrui, violi i principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, causando un danno al valore ed alla redditività della partecipazione dei soci nonché all'integrità del patrimonio sociale⁵⁵.

⁵³ Cfr. VISCUSI, *I profili di responsabilità della banca nella concessione*, Milano, 2004, p. 280.

⁵⁴ L'assoggettabilità del finanziatore ad una responsabilità da direzione e coordinamento sarà agevolata dalla presunzione *ex art. 2497-sexies* fondata sul controllo contrattuale (*ex art. 2359*, comma 1, n. 3, c.c). Oppure si potrebbe ritenere sussistente la fattispecie di cui all'art. 2497-septies se la posizione della banca dipenda in via diretta dalle clausole del contratto.

⁵⁵ Ipotesi improbabile è la stipula tra le parti contraenti di un vero e proprio contratto di dominio dovuto ad una sostanziale e totale sfiducia nei confronti del finanziato. La stipula di un contratto di questo genere era ritenuta dai più come incompatibile con i principi del nostro ordinamento, dubbi che persistono anche a seguito della riforma del diritto delle società. Tuttavia, anche se il contratto stipulato venisse dichiarato invalido, esso rilevarebbe come fatto giuridico ai fini della sua riconducibilità alla fattispecie della direzione e coordinamento. Non può che escludersi la compatibilità ai principi generali del diritto societario italiano di tutti quei contratti (di dominazione) nei quali gli amministratori della società soggetta sarebbero in ogni caso tenuti ad adempiere alle disposizioni vincolanti impartite dalla dominante. Incompatibilità che verrebbe, infatti, ribadita dalla sussistenza nel nostro ordinamento giuridico del principio della responsabilità esclusiva degli amministratori nella gestione della singola società cui sono preposti, principio che non ammette deroghe e che

Quanto alla sussistenza di una situazione di controllo, previsioni contrattuali che impongano alla società l'attuazione di un *business plan* predefinito, anche solo nelle sue linee guida, vanno chiaramente a ridurre la sfera di discrezionalità degli amministratori. Ora, la stipula dei *covenant* non necessariamente si tradurrà in un affidamento della gestione sociale alla banca finanziatrice. Tuttavia non può escludersi che la banca in virtù del contratto di finanziamento stipulato arrivi a porsi in una situazione di controllo *ex art.* 2359, comma 1, n. 3; di qui, è ipotizzabile un'eventuale responsabilità per abusivo esercizio dell'attività di direzione e coordinamento⁵⁶.

La situazione di controllo si instaura nel caso in cui una società sia in grado di influire sull'attività di un'altra indirizzandone alcune scelte gestorie o comunque quando tra i soggetti si crei una relazione economica, stabile e duratura, essenziale alla sopravvivenza di una delle parti⁵⁷. In particolare, la stabilità del vincolo contrattuale è condizione essenziale del controllo esterno, anche se essa non è ritenuta coincidente con la lunga durata del contratto.

Parte della dottrina ha ritenuto sufficiente «il riscontro della imposizione di una influenza dominante effettiva per il tramite di principali della società dominata, e tra esse potrebbe rientrare a pieno titolo quella che attiene business area agli aspetti finanziari»⁵⁸.

Sicuramente la possibile attività di eterodirezione può riguardare le decisioni finanziarie, determinare i pagamenti che devono essere effettuati o autorizzare preventivamente l'allocazione dei fondi aziendali.

dunque si pone in contrasto con la previsione di una qualsiasi forma di eterodirezione vincolante.

⁵⁶ Cfr. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, cit., p. 55 ss, nel ricordare la contrapposizione tra la tesi tendente ad attribuire alla banca il ruolo di amministratore di fatto e quella di controllante *ex art.* 2359, 1° comma, n. 3 che afferma che «*la fattispecie più pertinente ed efficace sotto il profilo del giusto temperamento degli interessi protetti e che desta le minori perplessità applicative, è proprio quella del controllo contrattuale*».

⁵⁷ La verifica della sussistenza di una relazione di controllo dovrà accertare non la mera presenza di una posizione di dipendenza economica ma la possibilità da parte del finanziatore di influire fattualmente nella gestione del finanziato.

⁵⁸ Cfr. RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002, p. 45 ss, ed anche RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenant*, in *Giur comm.*, 2008, I, p. 1094. Per altri autori, invece, la posizione di controllo "di fatto", si verificherà quando apparirà impossibile per l'impresa svincolarsi dall'accordo senza mettere a rischio la sua stessa sopravvivenza a causa della mancanza di differenti fonti di approvvigionamento, produttivo o finanziario. Cfr. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. III, tomo II, Padova, p. 139.

Sulla base di tale assunto, è possibile escludere dall'esame della fattispecie: 1) i *covenant* c.d. informativi, contenenti meri obblighi di *disclosure*; 2) i *covenant* c.d. finanziari nonché, in generale, 3) i *covenant* che impongono degli obblighi chiari, precisi e definiti (a meno che la banca non imponga vincoli ulteriori che implicino l'attribuzione ad essa di un potere discrezionale)⁵⁹.

In generale, un esame della prassi contrattuale impone una valutazione caso per caso, al fine di verificare se la predisposizione di obblighi di monitoraggio non si accompagni all'esercizio di poteri gestionali anche non formalizzati contrattualmente⁶⁰.

Accertato che sia instaurata una situazione di controllo sarà necessario che essa si concretizzi in attività di direzione. A tal fine sarà necessario, anzitutto, l'esercizio in concreto dei poteri contrattualmente conferiti e un'ingerenza che si concretizzerà verosimilmente in indicazioni strategiche (più difficilmente nel *day by day management*).

Il movente dell'azione del soggetto dovrà essere il perseguimento di un interesse imprenditoriale proprio, non rilevando a tal fine interessi di altro genere, quale ad esempio un interesse privato degli amministratori o dei soci della società⁶¹.

L'applicazione della disciplina è, poi, subordinata all'accertamento che la condotta della banca finanziatrice abbia, violando i principi di corretta gestione imprenditoriale, causato un danno. Quindi, la responsabilità della controllante è una responsabilità da colpa per violazione di principi di corretta gestione.

Il contenuto di tali principi, però, non viene esattamente delineato dalla normativa. Tuttavia, se è vero che la costituzione di una società come ente lucrativo è finalizzata alla realizzazione di utili da ripartire tra i soci, la lesione della sua redditività configurerà sicuramente: a) una violazione dei

⁵⁹ Cfr. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione attualità e prospettive. Atti del Convegno di Venezia*, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007, p. 539, ove si richiama l'esperienza americana, nella quale si dà rilevanza, come sintomo di abuso di potere contrattuale, ad istruzioni, che la banca abbia trasmesso al suo debitore e che vanno al di là della prassi di mercato relativa al monitoraggio degli affari del debitore. Così l'assunzione di personale specializzato per sorvegliare beni del debitore nell'interesse della banca; l'allontanamento di alti dirigenti per far posto ad altri designati dalla stessa banca o ad essa graditi.

⁶⁰ Cfr. RENZULLI, *Il controllo contrattuale*, 2010, reperibile su <http://dspace.unict.it/jspui/bitstream/123456789/363/1/II%20controllo%20contrattuale.pdf>.

⁶¹ Cfr. GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del Codice civile*, a cura di Galgano, Bologna-Roma, 2005.

principi di corretta gestione societaria nella misura nella quale frustrerà la potenzialità di remunerazione del capitale investito per i soci; b) una lesione del patrimonio sociale delle dominate sino a renderlo insufficiente a soddisfare le ragioni dei creditori. In tal senso, sono paradigmatiche le clausole che prevedono il divieto di compiere determinate operazioni e il rifiuto della banca di autorizzarne il compimento. Infatti, in presenza di un *business plan* che evidenzi un probabile esito positivo dell'operazione sarà evidente una violazione dei principi di corretta gestione.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Come poc'anzi si precisava, il problema è quello di individuare una linea di confine tra la protezione dell'investimento effettuato e l'assunzione di una vera e propria attività di gestione.

Ciò detto, sarà estremamente difficile che la stipula di un *covenant* possa essere ricondotta all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento anzitutto perché il regolamento contrattuale e la condotta potenzialmente abusiva dell'ente finanziatore saranno circondati da un elevato grado di riservatezza⁶², di qui la difficoltà di provare l'attività di direzione e coordinamento in un eventuale giudizio per danni.

Anche l'ipotesi che la banca sia chiamata a rispondere in quanto beneficiaria dell'attività di direzione e coordinamento della società capogruppo e, quindi ritenuta responsabile ai sensi dell'art. 2497, comma 2, c.c. dovrà essere oggetto di una verifica caso per caso. La responsabilità della banca potrà derivare dall'aver fornito «un apporto o contributo causale alla produzione del danno, in fase di elaborazione e attuazione dell'attività di direzione e coordinamento pregiudizievole»⁶³.

Tale strumento sarà azionabile, ad esempio quando la banca dovendo conoscere la situazione di crisi della società abbia comunque rinnovato le linee di credito concorrendo a dissimulare la situazione di insolvenza della società e a ritardare la dichiarazione di fallimento⁶⁴.

La banca potrebbe essere ritenuta responsabile per l'aumento del livello di indebitamento delle altre società del gruppo, economicamente solide, costrette a chiedere ingenti finanziamenti per ottenere risorse da riversare sulle società deboli.

⁶² Cfr. PENNISI, *La responsabilità della Banca nell'esercizio del controllo in forza di covenant finanziari*, cit., p. 638.

⁶³ Cfr. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, *Riv. soc.*, 2007, p. 45 ss.

⁶⁴ Cfr. GIANNELLI, *I covenant finanziari ed il finanziamento di gruppo*, in *Riv. dir. societario*, p. 619. Tale ipotesi ricostruttiva si pone come alternativa alla configurazione di una responsabilità della banca per concessione abusiva del credito. I presupposti applicativi delle due fattispecie sono differenti: per l'applicazione della disciplina ex art. 2497 c.c. la pretesa risarcitoria è fondata sulla lesione della garanzia patrimoniale per i creditori a causa della condotta posta in essere dai soggetti esercenti l'attività di direzione e coordinamento con il concorso delle banche. A seguito della concessione abusiva del credito, la banca potrà essere ritenuta responsabile per il nocumento diretto che ha prodotto sul patrimonio dei singoli creditori a causa dell'«*incolpevole affidamento sulla solvibilità della società debitrice, a prescindere dal fallimento di quest'ultima*». Sulla relazione tra le due ipotesi interpretative cfr. AQUILINO, *Sostegno finanziario delle imprese in crisi e responsabilità della banca: brevi riflessioni alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir fall.*, 2008, p. 585.

Inoltre, il finanziamento erogato ad un'impresa in crisi irreversibile, per attuare un piano strategico elaborato dall'impresa in posizione dominante, comporterà la responsabilità della capogruppo ex art. 2497, comma 1, per aver imposto la prosecuzione di un'attività antieconomica e la responsabilità accessoria della banca per il contributo fornito alla violazione dei principi di corretta gestione imprenditoriale.

Punto di approdo di questa riflessione è il comportamento della banca potenzialmente dannoso qualora il finanziamento venisse erogato non rispettando i principi di diligenza professionale. Per cui, il fatto del potenziale danno potrebbe essere il finanziamento *in re ipsa* e non il *covenant* che accede ad esso. Al contrario, tali clausole potrebbero esimere la banca da responsabilità nel caso in cui rispondessero a principi di corretta gestione contrattualizzando le *best practice* di settore. Tuttavia, se rigide, potrebbero essere fonte di responsabilità ex art. 2497 c.c., comma 1 o 2 a seguito di un'analisi caso per caso⁶⁵.

La pervasività dell'influenza esercitata dalle banche sulle società finanziate e i profili di responsabilità ad essa connessi sollevano dubbi circa la compatibilità di tale ingerenza con i principi propri del diritto bancario⁶⁶.

Anzitutto, la persistente ingerenza della banca sull'azione degli amministratori potrebbe in se stessa comportare una violazione dell'art. 10, comma 3 del d.lgs. n.385/1993 (Testo Unico Bancario - "t.u.b.") al divieto di esercizio da parte della banca dell'attività d'impresa.

Alla banca è concesso svolgere, "oltre all'attività bancaria ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali". Anche in tal caso, solo una verifica fattuale consentirà di appurare se «la banca abbia travalicato i limiti della tutela del proprio finanziamento (...) per fare ingresso nell'esercizio dell'attività tra-

⁶⁵ La responsabilità della banca potrebbe derivare anche dal concorso all'elaborazione del piano pregiudizievole. In dottrina cfr. CARIELLO, *Dal controllo congiunto all'attività congiunta di direzione e coordinamento*, Riv. soc., 2007, p. 45 ss. In particolare, l'Autore sottolinea la rilevanza giuridica del contributo offerto dal socio della *holding* all'elaborazione di piani di direzione e coordinamento potenzialmente dannosi. L'estensione del principio a qualsiasi soggetto fornisca un contributo causale alla produzione del danno anche in fase di delineamento della politica di gruppo è di BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in Riv. dir. societario, 2010, II, p. 435.

⁶⁶ Tale tematica è scarsamente battuta dalla dottrina. Cfr. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, cit., p.108 ss.

mite l'esercizio di un controllo contrattuale»⁶⁷. In aggiunta, come già precedentemente notato, a seguito dell'esercizio di tale controllo, la banca potrebbe essere chiamata a rispondere giudizialmente con la società finanziata nei confronti dei soci e dei creditori con potenziali ricadute per la sana e prudente gestione dell'intermediario.

Sicuramente le ipotesi nelle quali sarà possibile per soci e creditori della società finanziata ricorrere alla disciplina *ex art.* 2497 c.c. non saranno frequentissime, con plauso di parte della dottrina preoccupata che si ricorra a detto espediente e alle “tasche profonde” delle banche tutte le volte in cui la situazione finanziaria della società dovesse deteriorarsi⁶⁸.

In particolare, dovrà escludersi la configurabilità di una responsabilità da direzione e coordinamento nell'ipotesi, precedentemente richiamata, dell'attuazione di un accordo di ristrutturazione.

Pur nel silenzio del legislatore, la soluzione concordata delle crisi corrisponde ad un interesse tutelato dall'ordinamento. Infatti, gli atti realizzati in esecuzione di accordi strumentali ad essa sono sottratti all'azione revocatoria a seguito dell'omologazione che ne attesta l'idoneità a perseguire lo scopo di superamento della crisi.

Gli atti strumentali, in quanto coperti da tale omologazione, non sono da considerare contrari ai principi di corretta gestione societaria e, come tali, «l'ombrello di protezione dalla revocatoria»⁶⁹ dovrebbe essere applicato anche ad essi.

Tuttavia, tale “ombrello di protezione” non sarà invocabile dalla banca finanziatrice che fosse a conoscenza *ab origine* della irrealizzabilità dell'accordo e che, nonostante ciò, ne abbia dolosamente ottenuto l'omologazione.

Inoltre, la presunzione di liceità degli atti compiuti in esecuzione dell'accordo, verrà meno nel caso in cui sopraggiungano elementi ulteriori tali da inficiare le proiezioni su cui si basava l'accordo di ristrutturazione. Da qui, la necessità che la banca monitori l'esecuzione dell'accordo per verificare la sopraggiunta inattuabilità dello stesso. Dall'art. 2497, comma

⁶⁷ Cfr. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, cit., p. 111.

⁶⁸ Cfr. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., p. 540.

⁶⁹ Cfr. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. societario*, 2010, II, p. 435.

1, c.c. sorge, infatti, anche l'obbligo di evitare un aggravamento della crisi tramite la presentazione dell'istanza di fallimento.

Una plausibile alternativa all'esercizio dell'azione di responsabilità ex art. 2497 c.c. potrebbe essere l'azione di risarcimento danni per la violazione della buona fede contrattuale.

In conclusione, tale azione sicuramente più facile da attivare ha, tuttavia, dei presupposti differenti: a promuoverla dovrà essere la società e non i soci e i creditori, cosa che potrebbe limitarne l'effettività della tutela, in quanto ad agire dovrà essere il consiglio d'amministrazione spesso «acquiescente rispetto al comportamento della banca»⁷⁰.

⁷⁰ Cfr. PENNISI, *La responsabilità della Banca nell'esercizio del controllo in forza di covenant finanziari*, relazione al Convegno "I covenant finanziari. Le fonti private del diritto commerciale", Bari, 6 giugno 2008, in *Riv. dir. societario*, 2009, n. 3, p. 637.

BIBLIOGRAFIA

- AQUILINO, *Sostegno finanziario delle imprese in crisi e responsabilità della banca: brevi riflessioni alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2008.
- BAIRD-RASMUSSEN, *Private Debt and the Missing Lever of Corporate Governance*, in *U. Penn. L. Rev.*, 2006, vol. 154.
- Banca Mediocredito, Centrale dei bilanci, *I covenants di bilancio nei finanziamenti a medio e lungo termine. Clausole e parametri statistici di riferimento settoriale. Manuale*, Roma, 2003.
- BAZZANA, *I covenants nei contratti di debito* Roma, 2007
- *Un modello di prezzo per i covenant nei finanziamenti bancari*, in *Banca imp. Soc.*, 2007.
- BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. societario*, 2010, n. 2.
- BERTONI, *La finanza per lo sviluppo del sistema industriale italiano*, Milano, 2000.
- BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. Profili evolutivi*, Napoli, 2008.
- BROOK, *Debt covenants and event risk: the practitioner as a source of evidence*, *Working Paper* n. 51, 1990.
- CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. II, *Diritto delle società*, a cura di Campobasso, Torino, 2009.
- CAGNASSO-COTTINO, *I contratti commerciali in Trattato di diritto commerciale*, a cura di Cottino, 2000.
- CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.
- DE LUCA PICIONE, *Operazioni finanziarie nell'attività di direzione e coordinamento*, Milano, 2008.
- DI STASO, *Il Caso Parmalat*, in *Archivio Ceradi Luiss G. Carli*, 2004.
- DICHEV-SKINNER, *Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis*, in *Journal of Accounting Research* n. 40, 2002.
- ENRIQUES-MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002.
- FRAGALI, *Garanzia* (dir. priv.) in *Enc. Dir.*, vol. XVIII, Milano, 1969.
- GALGANO, *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario del Codice civile*, a cura di Galgano, Bologna, Roma, 2005.
- *Diritto civile e commerciale*, Padova Vol III t. 2, 139
- GIANNELLI, *I covenants finanziari ed il finanziamento di gruppo*, in *Riv. Dir. Societario*, 2009, n. 3.
- GREEN-TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, 1986, vol. 10.
- KAHAN-KLAUSNER, *Antitakeover Provisions in Bonds: Bondholder Protection or Management Entrenchment?*, in *U.C.L.A. L. Rev.*, 1993.
- [KWAN, S. CARLETON](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=631846), *Financial Contracting and the Choice Between Private Placement and Publicly Offered Bonds*, 2004, reperibile su http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=631846.
- JENSEN-MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3 *J. Fin. Econ.*, 1976.
- LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici – Contratti di alienazione, di godimento, di*

credito, vol. I, Milano, 1995.

MATHER-PEIRSON, *Financial Covenants in the Markets for Public and Private Debt*, in *Accounting & Finance*, 2006, vol. 46, n. 2.

MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizione attualità e prospettive. Atti del Convegno di Venezia*, 10-11 novembre 2006, Milano, 2007.

PALMIERI, *I bond covenant*, in *Banca, Impresa, Società*, 2006.

PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. societario*, 2009, n. 3.

PENNISI, *La responsabilità della Banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, relazione al Convegno "I covenants finanziari. Le fonti private del diritto commerciale", Bari, 6 giugno 2008, in *Riv. dir. societario*, 2009, n. 3.

PIEPOLI, *Le garanzie negative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I.

- *Profili civilistici dei covenants bancari*, in *Banca Borsa e tit. cred.* 2008.

RENZULLI, *Il controllo contrattuale*, 2010, reperibile su <http://dspace.unict.it/jspui/bitstream/123456789/363/1/II%20controllo%20contrattuale.pdf>.

RIMINI, *Il controllo contrattuale*, Milano, 2002.

- *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur comm.*, 2008, I.

RAYNAUD, *La stipulation d'indisponibilité*, Clermont-Ferrand, 2003

SANSONE, *Le garanzie del credito nelle procedure concorsuali e nella fase esecutiva*, relazione all'incontro di studi organizzato dal CSM sul ruolo delle garanzie reali, Roma, 2002.

SANTOSUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, Relazione al convegno i covenants finanziari, in *Riv. dir. societario*, 2009, n. 3.

SALOMONE, *I covenants a tutela dei finanziamenti*, in *Impresa*, 2003, n. 10.

SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in AA.VV., *Le operazioni di finanziamento alle imprese* Torino, 2010.

- *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, paper presentato in occasione del convegno su "Il diritto commerciale europeo di fronte alla crisi", Roma, 29-30 gennaio 2010.

SERVATIUS, *Gläubigereinfluss durch Covenants*, Tübingen, 2008.

SMITH-WARNER, *On Financial Contracting. An Analysis of Bond Covenants*, in *Journal of Financial Economics*, 1979.

TUNG, *Leverage in the Board Room: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Rev.*, 2009, vol. 57.

VELLA, *Il nuovo diritto societario e la "governance" bancaria*, in *Banca Imp. Soc.*, 2003.

VISCUSI, *I profili di responsabilità della banca nella concessione*, Milano, 2004.

V - CONGLOMERATI FINANZIARI: EFFETTI POSITIVI E RISCHI A CONFRONTO ALLA LUCE DELL'ATTUALE CRISI DI SISTEMA E DI UN'EMBRIONALE NORMATIVA DI SETTORE

INTRODUZIONE

Il presente lavoro si pone l'obiettivo di esaminare il fenomeno dei conglomerati finanziari, tentando di coglierne da un lato i possibili vantaggi di ordine economico, dall'altro le contrapposte problematiche che tale opzione comporta sia a livello gestionale sia sotto il profilo regolamentare e di vigilanza.

Il primo capitolo è incentrato sul processo che ha portato alla trasformazione dei sistemi finanziari e, nello specifico, alle cause che sono state alla base del fenomeno di convergenza e integrazione tra intermediazione bancaria e assicurativa.

Nella seconda parte della trattazione si analizza in dettaglio la disciplina del conglomerato finanziario in termini di caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione. Al riguardo, particolare attenzione è dedicata all'analisi dei potenziali rischi che tipicamente caratterizzano i conglomerati finanziari e la loro regolamentazione.

Infine, nell'ultima parte del lavoro sono poste in evidenza le proposte di modifica della normativa comunitaria in tema di vigilanza sui conglomerati (Direttiva 2002/87/CE), che rappresentano uno spunto di riflessione sulle prospettive future del fenomeno conglomerale alla luce dell'attuale crisi del sistema finanziario.

CAPITOLO I - IL PROCESSO DI CONVERGENZA E DI INTEGRAZIONE TRA INTERMEDIAZIONE BANCARIA E ASSICURATIVA

1.1 Ragioni della crescente integrazione

Negli ultimi anni il sistema finanziario mondiale è stato caratterizzato da ampie trasformazioni che hanno riguardato l'organizzazione dei mercati, la struttura e le caratteristiche degli intermediari finanziari, nonché la gamma di prodotti offerti alla clientela¹.

In tale contesto, assume particolare rilievo il processo di convergenza tra industria bancaria e assicurativa e dei servizi immobiliari.

Più in particolare, la letteratura economica non è ancora pervenuta a conclusioni univoche sulle determinanti del processo di diffusione dei conglomerati finanziari; va da sé che le principali motivazioni individuate rivestano un carattere prettamente generale².

Tale fenomeno ha avuto origine a partire dalla metà degli anni ottanta con particolare enfasi in alcuni paesi europei, in particolare modo in Francia.

Gli spazi di integrazione hanno riguardato le politiche commerciali e soprattutto le opportunità di distribuzione di prodotti assicurativi attraverso le reti bancarie. Successivamente i meccanismi di integrazione hanno conosciuto una massiccia diffusione nel corso degli anni novanta, anche grazie a un insieme complesso di fattori³.

In detto ambito, si deve tener conto del venir meno delle restrizioni sulla libertà di movimento dei capitali, sui mercati finanziari, l'integrazione monetaria europea, le accentuate interdipendenze nelle economie reali dei Paesi occidentali con quelli in via di sviluppo, i cambiamenti dei modelli organizzativi e distributivi delle imprese indotti dalla diffusione delle nuove tecnologie, le modificazioni nelle scelte di allocazione del risparmio delle famiglie e la crescente rilevanza delle finalità previdenziali; tutti fattori che hanno stimolato l'integrazione dei mercati e degli intermediari finanziari⁴.

¹ Cfr. FORESTIERI, MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2005.

² Cfr. TROIANO, *I conglomerati finanziari. Le forme di vigilanza*, Padova, 2009, pp. 40-41.

³ Cfr. CESARINI, *Le strategie delle grandi banche in Europa*, Roma, 2003, p. 99.

⁴ Cfr. BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di*

Tali mutamenti non hanno alterato le tradizionali funzioni svolte dai sistemi in oggetto che si individuano sostanzialmente nella funzione di intermediazione finanziaria, cioè la soddisfazione del fabbisogno di trasferimento delle risorse finanziarie originato dalla dissociazione tra l'accumulazione del risparmio e l'investimento; nella funzione monetaria; nella funzione di gestione dei rischi, finanziari e puri, attraverso i processi di riallocazione e/o ripartizione degli stessi all'interno del sistema economico; nella funzione di trasmissione all'economia reale degli impulsi di politica monetaria.

Ciò che sembra invece modificarsi è la morfologia ed il funzionamento dei sistemi finanziari evoluti, le loro caratteristiche strutturali, non solo in termini di strumenti mercati, intermediari finanziari e loro reciproche interrelazioni, ma anche in termini di informazione e trasparenza presenti nei sistemi, di rischi e stabilità degli intermediari, di concorrenza ed efficienza nello svolgimento delle funzioni, di efficacia della regolamentazione ed adeguatezza delle forme di vigilanza e dunque di tutela del risparmio⁵.

In definitiva, volendo riassumere alcuni dei punti chiave che hanno concorso a modificare la struttura ed il funzionamento dei sistemi finanziari più evoluti, come quello europeo e statunitense, un ruolo di assoluto rilievo è assunto dal processo di *deregolamentazione*; a questo segue lo sviluppo dell'*Information and Communication Technology* e di innovazione finanziaria, nonché il progressivo processo di globalizzazione.

1.2 I punti chiave: la deregolamentazione

L'obiettivo del processo di *deregolamentazione*, iniziato verso la metà degli anni settanta negli Stati Uniti e nel decennio successivo in Europa, fu quello di allentare progressivamente gli stringenti vincoli di natura amministrativa e regolamentare che limitavano fortemente l'attività degli intermediari⁶, ma che risultavano coerenti con una logica improntata ai principi di una vigilanza di tipo

regolamentazione, Roma, 2007, p. 4.

⁵ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, Milano, 2008, pp. 1-2.

⁶ Con riferimento al sistema finanziario italiano si possono ricordare tra gli altri, i vincoli agli investimenti e di portafoglio delle banche, la specializzazione operativa e la segmentazione per scadenze e per area geografica che caratterizzavano le aziende di credito. Sul punto CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 509 ss.

strutturale e finalizzata a garantire *in primis* la stabilità degli intermediari e, per tale via, quella del sistema finanziario nel suo complesso.

In Europa si è assistito, sulla base della progressiva abolizione dei vincoli alla circolazione internazionale dei capitali⁷ (oltre che dei servizi, dei beni e delle persone) e della graduale creazione di un Mercato Unico (dei servizi finanziari), all'emanazione ed al recepimento da parte degli Stati Membri di una serie di direttive europee nel segmento dell'intermediazione creditizia⁸, in quello assicurativo e infine in quello dei servizi di investimento. Tale percorso di creazione di un unico Mercato dei servizi ha ampliato i confini geografici dell'area competitiva degli intermediari mediante l'affermazione dei principi di libertà di stabilimento, di prestazione dei servizi, nonché dell'*home country control* e del mutuo riconoscimento.

Dalla fine degli anni ottanta si assiste quindi in Europa ad una progressiva liberalizzazione dell'attività di intermediazione finanziaria, che permette alle banche dell'area euro di estendere la propria attività in settori quali l'*investment banking*, la gestione del risparmio, l'attività assicurativa, promuovendo in tal modo il consolidamento intersettoriale del comparto finanziario.

In altri termini, il processo di privatizzazione e la necessità di raccogliere risorse finanziarie sui mercati dei capitali ha reso sempre più rilevante l'attenzione alla redditività e alla creazione di valore per gli azionisti. La focalizzazione prioritaria al breve termine (c.d. *short termism*) ha indotto in passato alla ricerca della massima efficienza da parte degli intermediari stessi, i quali si servivano di *fund managers* remunerati sulla base delle *performance* ottenute⁹.

⁷ Cfr. Direttiva 88/361/CEE.

⁸ Le principali direttive che hanno concorso a disciplinare l'intermediazione creditizia sono la Direttiva 77/780/CEE (c.d. Prima Direttiva); la Direttiva 89/646/CEE (c.d. Seconda Direttiva in materia creditizia); la Direttiva 83/350/CEE e 92/30/CEE (Direttiva su base consolidata degli Enti Creditizi); le Direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE che recepiscono buona parte del contenuto dell'accordo di Basilea 2; la Direttiva 2000/12/CE (Testo Unico della regolamentazione comunitaria in materia bancaria), ora ripresa nella Direttiva 2006/48/CE che rappresenta il nuovo Testo Unico delle direttive comunitarie in materia bancaria; la Direttiva 2002/87/CE relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario.

⁹ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 6 ss.

1.3 (segue): l'innovazione tecnologica e finanziaria

Nell'ultimo decennio del secolo scorso lo straordinario sviluppo dell'*Information and Communication Technology* ha fatto sì che i grandi gruppi bancari e finanziari iniziassero a gestire i propri processi aziendali mediante sofisticati strumenti in grado di implementare sistemi e modelli di decisione prima inapplicabili.

Ed invero, l'impatto della tecnologia, determinante nel processo di smaterializzazione ha aperto possibilità di comunicazione illimitate rendendo possibile l'ampliamento e il superamento dei limiti dell'operatività di intermediari e clienti sia in termini temporali che spaziali.

Più specificamente, l'innovazione tecnologica ha consentito agli intermediari finanziari di diversi settori di creare prodotti e servizi ad alto grado di sostituibilità, diversificati e personalizzati sulla base delle esigenze della clientela.

In tale contesto, l'innovazione finanziaria ha inciso fortemente sulla competizione tra gli attori dell'intermediazione ampliandone le forme, diversificandone i soggetti e sviluppando prodotti finanziari (prestiti, coperture assicurative) dotati di nuove strutture e caratteristiche tali da incrementare la completezza, l'efficienza e la liquidità dei mercati (nonchè agevolando l'attività di *hedging* e la riallocazione dei rischi all'interno del sistema finanziario).

In sostanza, l'evoluzione tecnologica unitamente a quella finanziaria hanno consentito una riduzione delle asimmetrie informative e dei costi di transazione che tipicamente caratterizzano i servizi finanziari.

In definitiva, una delle principali conseguenze dell'innovazione è stata la progressiva convergenza nel tempo dei settori del sistema finanziario, che ha dato vita a fenomeni come la "bancassicurazione", il cui successo è stato dovuto soprattutto al maggior grado di sostituibilità sul mercato delle polizze del ramo vita, caratterizzate da un sempre maggior grado di *finanziarizzazione* rispetto ai tradizionali prodotti del risparmio gestito o delle passività delle banche.

Un ulteriore esempio di ampliamento delle frontiere competitive (ma anche di collaborazione) tra banche e assicurazioni avviene tipicamente con l'introduzione dei derivati creditizi nell'ambito del processo di trasferimento dei rischi a livello intersettoriale.

Consegue che alla riduzione dell'attività intermediatrice tradizionale delle banche corrisponde un accresciuto ruolo delle stesse nella gestione dei *mutual*

funds, dei fondi pensione e nell'offerta di forme assicurative grazie alla loro capillare rete distributiva¹⁰.

In particolare, dal lato della domanda un fattore che può influenzare la convergenza tra gli operatori finanziari è il cosiddetto *one stop shopping*, ossia la tendenza della clientela a ricercare presso un unico spazio commerciale una risposta globale ai propri bisogni finanziari e assicurativi¹¹. Tuttavia, non si può parlare di *disintermediazione* dell'attività degli istituti di credito quanto piuttosto di diversificazione dell'attività intermediatrice degli stessi.

1.4 (segue): la globalizzazione cenni e rinvio.

Un ulteriore fattore che ha concorso a modificare lo scenario dell'intermediazione finanziaria è il processo di globalizzazione, definibile come la progressiva interazione e integrazione di diverse economie e "società" nel mondo, realizzata attraverso collegamenti commerciali, produttivi e finanziari.

Gli intermediari finanziari, mediante l'offerta di prodotti-servizi anche ad operatori di altri paesi, contribuiscono alla globalizzazione finanziaria, divenendone anch'essi propulsori. L'attività economica, infatti, appare il principale motore della domanda di flussi finanziari transnazionali e, di conseguenza, dell'intensificazione dell'attività di intermediazione a livello globale¹². Occorre però considerare che accanto agli effetti positivi di aumento della concorrenza e della creazione di prodotti-servizi finanziari a costi più ridotti, l'interconnessione tra sistemi finanziari derivante dalla globalizzazione può comportare un aumento sensibile del rischio di contagio in caso di crisi che investano qualche attore del sistema.

Ed è esattamente quanto avvenuto nel 2007 con la crisi finanziaria, tuttora in atto, verificatasi a seguito della facile concessione dei mutui *subprime* negli Stati Uniti e l'esplosione del fenomeno dei derivati¹³.

¹⁰ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 12 ss.

¹¹ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, in *Le strategie delle grandi banche in Europa*, a cura di Cesarini, Roma, 2003, p. 101.

¹² Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 30.

¹³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il Caso Italiano*, Padova, 2009, p. 38.

CAPITOLO II - CARATTERISTICHE, STRUTTURA OPERATIVA E PROFILI DI REGOLAMENTAZIONE DEI CONGLOMERATI FINANZIARI

2.1 La genesi dei conglomerati finanziari

Come evidenziato nel primo capitolo, i mutamenti subiti dai sistemi finanziari hanno indotto le banche ad ampliare la propria area di attività nell'*investment and corporate banking*, nel *private banking* ed a penetrare nei segmenti dell'*asset management* e dell'industria assicurativa. Tali progressivi mutamenti hanno avuto come naturale conseguenza la nascita e lo sviluppo dei cosiddetti "conglomerati finanziari".

Su iniziativa del Comitato di Basilea i primi studi sui problemi della vigilanza sui gruppi di intermediari vennero affidati al "Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance Regulators"¹⁴, il quale da subito incontrò difficoltà nell'individuazione di una definizione precisa di "conglomerato finanziario". Finché, il Gruppo Tripartito decise di adottare come univoca nozione da porre sotto l'etichetta di conglomerato finanziario, definito "un qualsiasi gruppo di società e operatori finanziari posti sotto controllo comune, la cui attività esclusiva o predominante consista nel fornire importanti servizi finanziari in almeno due dei differenti settori finanziari: bancario, assicurativo e investimento in valori mobiliari"¹⁵.

La direttiva 2002/87/CE specifica ulteriormente tale nozione, rendendola così uniforme per i paesi dell'Unione Europea¹⁶.

¹⁴ Il Tripartite Group è stato costituito all'inizio del 1993 ed ha unito diverse istituzioni di controllo che operano nei diversi comparti dei mercati finanziari, per mettere in comune le rispettive esperienze, in particolare sulle questioni chiave legate alla supervisione sui conglomerati.

¹⁵ Cfr. TRIPARTITE GROUP, "The Supervision of Financial Conglomerates" in "Compendium of documents produced by the Basle Committee on Banking Supervision", Basilea, aprile 1997, p. 64.

¹⁶ La direttiva 2002/87/CE all' art. 2, par. 14 dispone che per conglomerato finanziario deve intendersi un gruppo che soddisfi le seguenti condizioni:

a) a capo del gruppo vi sia un'impresa regolamentata o almeno una delle imprese figlie del gruppo sia regolamentata, laddove con il termine "impresa regolamentata" si vuole intendere un ente creditizio, un'impresa di assicurazione e un'impresa di investimento che abbiano ottenuto le autorizzazioni previste dalle direttive comunitarie di settore; b) qualora a capo del gruppo vi sia un'impresa regolamentata, questa sia un'impresa madre di un'altra impresa del settore finanziario, ovvero un'impresa legata a un'impresa del settore finanziario da una relazione che comporti l'assoggettamento a direzione unitaria in virtù di accordi o clausole statutarie o in cui gli organi di amministrazione, direzione e controllo sono costituiti in maggioranza dalle stesse persone;

c) qualora a capo del gruppo non vi sia un'impresa regolamentata, le attività del gruppo si svolgano principalmente nel settore finanziario;

Naturalmente, lo spazio lasciato alle Autorità di Vigilanza di “accordarsi” sulle deroghe alle disposizioni della direttiva per l’individuazione del conglomerato e, dunque, sulla possibilità di incidere sul campo di applicazione della direttiva, ha sollevato numerosi dubbi in dottrina.

Se tale margine di manovra consente una certa elasticità di cui il “legislatore comunitario” ha inteso servirsi per ampliare quanto più possibile il novero dei soggetti sottoposti alla direttiva, è anche vero che, per consentire l’esplicazione di tali poteri, la redazione delle relative norme risulta alquanto generica, lasciando così spazio alla normativa interna e complicando allo stesso tempo i problemi di coordinamento nel caso di gruppi conglomerati transfrontalieri¹⁷.

Nell’ambito internazionale si rileva la definizione di “conglomerato finanziario” fornita dal *Joint Forum* che ha come fine ultimo quello di comprendere a quali strutture finanziarie si devono applicare le disposizioni e i principi sulle transazioni infragruppo e sulle esposizioni ai grandi gruppi.

In tal senso, il conglomerato finanziario viene definito come una struttura composta da una pluralità di entità regolamentate che operano primariamente nei *business* finanziari ed in almeno due settori distinti¹⁸.

d) almeno una delle imprese del gruppo operi nel settore assicurativo e almeno una operi nel settore bancario o nel settore dei servizi di investimento;

e) le attività consolidate o aggregate delle imprese del gruppo che operano nel settore assicurativo e le attività consolidate o aggregate delle imprese del gruppo che operano nel settore bancario e nel settore dei servizi finanziari siano entrambe significative.

La condizione c) è soddisfatta se “il rapporto tra il totale dello stato patrimoniale delle imprese regolamentate e non regolamentate operanti nel settore finanziario e appartenenti al gruppo e il totale dello stato patrimoniale del gruppo nel suo complesso è superiore ad un coefficiente del 40%”.

La condizione d) individua un requisito “qualitativo” che contraddistingue i conglomerati europei, i quali potranno essere considerati tali solo se oltre a soddisfare i requisiti di regolamentarietà e finanziarietà comprendano al loro interno anche un’impresa di assicurazione.

La condizione e) individua il concetto della “significatività” da intendersi in una duplice accezione. La prima afferma che se il rapporto tra il totale dello stato patrimoniale di un dato settore finanziario e lo stato patrimoniale di tutte le imprese del gruppo appartenenti al settore finanziario, e il totale dei requisiti di solvibilità delle imprese del gruppo facenti parte del settore finanziario, ha un valore medio del 10%, allora il requisito della significatività è soddisfatto. La seconda accezione è di tipo quantitativo: se lo stato patrimoniale del settore finanziario minore supera i 6 miliardi di euro, allora la significatività si presume esistente. Se, però, il gruppo soddisfacesse questo secondo requisito e non la soglia del 10% prima citata, le Autorità di Vigilanza competenti potrebbero, di comune accordo, escludere la qualificazione di conglomerato finanziario oppure riconoscere la qualificazione di conglomerato ma con l’applicazione del “*light financial conglomerate statute*”.

¹⁷ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 182.

¹⁸ Cfr. BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, cit., p. 11.

La formazione di un conglomerato può essere interpretata come l'esito di una scelta di diversificazione che spinge la *holding company* proprietaria di una banca ad acquisire un'impresa di assicurazione o viceversa, in considerazione del limitato grado di correlazione tra i due *business*; in tal modo la banca assume i rischi specifici connessi ai finanziamenti a lungo termine e all'emissione di valori mobiliari, e allo stesso tempo l'impresa di assicurazione offre nuove polizze assicurative finalizzate a coprire tali rischi.

Per l'azionista tale scelta ha come significato la possibilità di costruire un portafoglio diversificato che possa offrire un rendimento più stabile e meno rischioso. Le banche, infatti, sono state colpite più degli altri settori dall'assottigliamento dei margini di interesse netti, determinato dalla riduzione dei tassi in atto in molti Paesi e dalla forte pressione esercitata sugli stessi dalla concorrenza.

Inoltre, la conoscenza della posizione finanziaria dei clienti e della loro propensione al rischio costituisce per gli istituti di credito un vantaggio competitivo, che rende più efficace la vendita incrociata di servizi.

Sotto altro profilo, la buona reputazione degli intermediari creditizi presso la clientela, la maggiore frequenza di contatto con i clienti e la conseguente possibilità di reiterare le proposte di vendita dei servizi, sono stati fattori senza dubbio di successo per un ampliamento del *business* presso gli sportelli bancari.

Questa interpretazione non consente di spiegare del tutto le modalità di emersione di strutture conglomerali, soprattutto se si considera l'esperienza del mercato europeo dove evidenti sono le interrelazioni operative tra banche e compagnie di assicurazione. Essa infatti trascura gli effetti dell'integrazione a livello operativo che sono, secondo molti autori, elementi fondamentali nello sviluppo di strutture conglomerali¹⁹.

Un secondo filone di analisi poggia sulla considerazione che la creazione di conglomerati non risponde solo a logiche di *asset management*²⁰, ma riflette anche obiettivi di sfruttamento sia di economie di scopo che di economie interne. Le prime mirano a fornire ai consumatori la possibilità di assicurarsi da un solo soggetto una pluralità di prodotti e servizi finanziari; le seconde sono riconducibili alle opportunità di integrazione organizzativa, commerciale e gestionale tra le società eterogenee che compongono il conglomerato e al conseguente vantag-

¹⁹ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, cit., p. 122.

²⁰ Attività di gestione di un portafoglio di attività finanziarie svolta da un intermediario finanziario per conto terzi, sia su base individuale che collettiva.

gio di poter produrre o offrire una pluralità di servizi finanziari attraverso un'unica struttura²¹.

Dunque, il conglomerato nasce dalla ricerca di sinergie di costo e/o di ricavo tra le unità operanti nei diversi business e appartenenti a diverse industrie.

Nel momento in cui la banca, la compagnia ed eventualmente la società della *securities industry* riescono a individuare aree di operatività da mettere in comune ed elementi su cui è possibile realizzare un'integrazione delle strutture, il conglomerato finanziario consente di realizzare economie di produzione congiunta.

A ben considerare, altre determinanti potenziali della formazione di strutture conglomerali sono riconducibili all'obiettivo del cosiddetto "empire building", da intendersi come volontà del *management* e/o degli azionisti di costruire entità operative di dimensioni elevate in grado di acquisire e di gestire un rilevante potere economico e di cogliere le opportunità offerte dal crescente sviluppo dei mercati.

2.2 Le principali forme di accordo

A partire dagli anni novanta appare chiaramente percepibile la tendenza dei sistemi finanziari più sviluppati a rispondere alle sfide derivanti dal mutato contesto competitivo caratterizzato da processi di consolidamento e integrazione.

Il percorso verso nuove frontiere concorrenziali si traduce in sostanza in un aumento dimensionale. Se la crescita dimensionale deriva essenzialmente dalla ricerca di efficienza, appare fin d'ora chiaro che il consolidamento può assumere diverse manifestazioni ed estendersi in diverse direzioni.

La crescita può essere intrasettoriale e, pertanto, portare a processi di concentrazione tra intermediari operanti nello stesso settore, oppure intersettoriale e dunque condurre a forme di diversificazione tra le quali la più estrema è appunto la creazione del conglomerato finanziario. Ciascuna di queste ipotesi, poi, può manifestarsi a livello nazionale, o estendersi a livello internazionale²².

Le forme di accordo nelle quali si è concretizzato nel corso degli anni il processo di convergenza tra banche e compagnie di assicurazione sono molteplici;

²¹ Cfr. BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, cit., p. 11.

²² Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, Milano, 2008, p. 39.

tali forme devono essere considerate in relazione al contesto normativo di riferimento e alle specifiche esigenze di *business* dei soggetti che realizzano l'operazione, alla loro capacità finanziaria, alla strategia di crescita (per via interna o esterna), al mercato (domestico o estero), al grado di complementarità sviluppatosi storicamente e alle sovrapposizioni tra le istituzioni finanziarie (infrastrutture, sistemi di distribuzione, clientela, concentrazione di capitali)²³.

A questo punto è possibile individuare diverse strategie di sviluppo della bancassicurazione, caratterizzate da gradi di integrazione crescenti.

La forma più semplice e antica di integrazione è costituita dall'accordo per la distribuzione congiunta di servizi assicurativi, bancari e d'investimento; essa è stata utilizzata quando la normativa vietava alle imprese di credito forme di partecipazione azionaria, ma ancor oggi rappresenta la modalità di ingresso generalmente adottata nelle prime fasi di sviluppo della bancassurance, nonché quella preferita dalle banche di ridotte dimensioni che non potrebbero espandere al proprio interno le professionalità e i prodotti necessari per intraprendere autonomamente l'attività di assicurazione.

Gli obiettivi iniziali si focalizzavano nella ricerca di sinergie di ricavo che si inquadrano nel bisogno espresso dai consumatori di disporre di servizi globali e, indirettamente, di sinergie di costo, che derivavano dal maggiore assorbimento dei costi fissi su volumi maggiori di fatturato e, per le compagnie di assicurazione, dall'impiego di canali distributivi a basso costo.

I vantaggi insiti negli accordi commerciali sono costituiti dalla limitata complessità nell'implementazione di un modello distributivo, che non implica alcun cambiamento nella struttura organizzativa e societaria dei soggetti coinvolti nell'operazione. Essi si caratterizzano inoltre per i bassi *sunk e exit costs*, per gli elevati gradi di flessibilità che consentono di non incorrere in costi irrecuperabili e di avvantaggiarsi, nel caso delle imprese bancarie, del *know how* accumulato dall'impresa assicuratrice.

Tali caratteristiche assumono particolare rilevanza in contesti fortemente dinamici e soggetti e frequenti mutamenti, che richiedono la capacità di rivedere velocemente le strategie intraprese.

Viceversa, gli inconvenienti degli accordi riguardano l'eventualità che il personale degli istituti di credito addetto alla vendita percepisca i possibili conflitti d'interesse tra i diversi prodotti bancari e assicurativi e le difficoltà nel

²³ Cfr. BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, cit., p. 4.

raggiungere un efficiente coordinamento strategico del management delle società partner nell'accordo²⁴.

Lo svantaggio maggiore per l'impresa assicuratrice sembra essere la perdita del contatto diretto con il cliente e il rischio di essere sostituita nella fornitura dei prodotti/servizi assicurativi da parte del *partner* bancario.

La seconda forma di integrazione è costituita dalla *joint venture* tra banche e compagnie di assicurazione che la preferiscono agli accordi distributivi quando l'obiettivo è quello di rafforzare i rapporti esistenti tra i soggetti coinvolti nell'operazione. Per cui, le società passano dallo scambio reciproco di azioni alla costituzione di *joint venture*, dando vita a entità legalmente indipendenti possedute e controllate dalle società interessate all'iniziativa di bancassicurazione.

Tale forma di integrazione rappresenta una forma di cooperazione più duratura, che favorisce l'obiettivo delle banche di trattenere al proprio interno il valore generato dalla propria rete distributiva e sfrutta le competenze, la capacità e la reputazione delle imprese madri.

Nel caso di *joint venture* paritetica²⁵, si attua normalmente una specializzazione produttiva secondo la quale la "costruzione" dei prodotti viene affidata al partner assicurativo, mentre alla banca vengono attribuiti i compiti di distribuzione *retail*.

Questa situazione non è priva di problematiche realizzative: non essendoci una parte prevalente, è necessaria una piena coesione del *management* proveniente dai due settori e unità di intenti dei *partner* azionisti²⁶.

Le potenzialità di queste operazioni consistono essenzialmente nello sfruttamento di economie di costo dovute all'accentramento di funzioni comuni da parte dei due partner, nel godere di vantaggi informativi nei confronti della clientela e nell'agevolare il trasferimento di *know how* assicurativo al partner bancario. Questa forma di collaborazione rappresenta spesso anche la via prescelta per acquisire le necessarie competenze al fine di penetrare ex novo nei mercati esteri.

Dalla fine degli anni novanta è poi iniziata la fase delle operazioni di acquisizione, che presuppone un grado di integrazione maggiore rispetto alle prece-

²⁴ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, cit., p. 107 ss.

²⁵ Imprese governate congiuntamente, solitamente in misura paritetica, senza che nessuna delle partecipanti abbia una posizione dominante.

²⁶ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, cit., pp. 108-109.

denti, sfrutta le competenze delle società coinvolte nel processo e porta alla costituzione di gruppi comprendenti sia le banche sia le imprese di assicurazione.

Tale forma di concentrazione consente di penetrare velocemente in nuovi segmenti di mercato e/o aree geografiche “incorporando” le quote di mercato e le relazioni di clientela dell’impresa acquisita.

Il processo di integrazione dell’impresa acquisita genera, a fronte dei vantaggi, notevoli problematiche organizzative riconducibili alle differenze culturali e manageriali e all’armonizzazione dei sistemi tecnologici. A seconda della tipologia di partecipazione si distingue tra gruppi a controllo bancario e gruppi a controllo assicurativo. Nel caso in cui il controllo sia prevalentemente bancario, l’impresa di assicurazione può diventare una società prodotto della banca; nel caso in cui il controllo sia prevalentemente assicurativo, la banca assumerà prevalentemente il ruolo di canale distributivo²⁷.

Infine, nell’ipotesi di società *captive*, il gruppo bancario o assicurativo include al suo interno rispettivamente un’impresa di assicurazione oppure una banca che viene creata *ex novo*, evitando quindi i potenziali conflitti con il *management* e i problemi di integrazione culturale che possono sorgere nell’ipotesi di acquisizione di un’impresa esistente.

Questa soluzione comporta in genere investimenti iniziali rilevanti, sia in termini di risorse finanziarie, sia di tempo per la formazione di personale qualificato, per l’acquisizione del necessario *know how* da parte del *management* e per lo sviluppo di adeguate quote di mercato. Il raggiungimento di un *break even* a livello economico e finanziario è quindi normalmente differito nel tempo rispetto all’ipotesi dell’acquisizione, anche se a fronte di questi aspetti negativi, la soluzione *captive* permette un maggior controllo da parte della casa madre.

Si noti che gli elementi che possono far propendere per un modello di collaborazione tra banche e assicurazioni piuttosto che per un altro possono variare a seconda della prospettiva soggettiva di taluni “attori”: a seconda che il processo di consolidamento venga visto dal *top management* degli intermediari finanziari sempre attenti alla massimizzazione dell’efficienza nel *customer relationship management* e nelle vendite, dalle Autorità di Vigilanza che hanno l’obiettivo di esercitare una vigilanza efficiente a livello di gruppo contenendo i rischi di fallimento e di contagio, dai consumatori che spingono per il modello che meglio

²⁷ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L’integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, cit., p. 110.

garantisce la trasparenza e la comparabilità dei prodotti, l'accessibilità, la fruibilità e la qualità dei servizi offerti.

Il conglomerato finanziario, secondo la definizione fornita dalla direttiva 2002/87/CE, si sovrappone in modo imperfetto a tutte e quattro le tipologie sopra riportate.

Si può, dunque, concludere che il conglomerato finanziario rappresenta una forma di integrazione forte tra banche e assicurazioni basata, da un lato, sulla dimensione e sul peso relativo dell'attività di intermediazione finanziaria svolta rispettivamente dalla componente bancaria e da quella assicurativa, dall'altro, su "rapporti societari" che travalicano il mero riferimento alle partecipazioni azionarie.

Risulta, pertanto, difficile inserire il conglomerato nell'ambito di una delle quattro alternative organizzative, pur collocandosi lo stesso certamente nel quadro più ampio delle forme di collaborazione tra banche e assicurazioni e questo spiegherebbe il perché il legislatore europeo abbia ritenuto di disciplinarlo in modo specifico e sottoporlo ad una forma di vigilanza supplementare²⁸.

2.3 Struttura organizzativa e modelli di conglomerato finanziario

Sotto il profilo organizzativo i conglomerati finanziari si distinguono per il diverso grado di integrazione che esprime l'interdipendenza e la connessione fra le unità operative e le attività del conglomerato a fronte dell'autonomia giuridica delle singole imprese appartenenti al gruppo.

Si possono individuare, a livello teorico, quattro differenti modelli organizzativi che il conglomerato può assumere al fine di poter offrire una gamma integrata di servizi e prodotti finanziari: il modello integrato, il modello *parent-subsidiary*, il modello con impresa *holding* ed infine il gruppo orizzontale²⁹.

Il modello integrato prevede la possibilità di svolgere l'attività di intermediazione creditizia, mobiliare ed assicurativa congiuntamente nell'ambito della stessa impresa (*legal entity*), potendo quindi sfruttare al massimo i potenziali vantaggi in termini di sinergie di costo e di ricavo, di vantaggi informativi e i benefici della diversificazione.

²⁸ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 104.

²⁹ Cfr. KOGUCHI, *Financial Conglomeration*, in OECD, *Financial Conglomerates*, Parigi, 1993, p. 25 ss.

In questo modello organizzativo non sussiste nessuna separazione (legale) del capitale economico (e del patrimonio di vigilanza) per le diverse attività di intermediazione svolte, mentre è evidentemente possibile una sua allocazione interna ai fini gestionali.

Inoltre, in tale modello, appare più difficile isolare i rischi (finanziari, tecnico-attuariale, operativo) che emergono nell'ambito delle singole attività di intermediazione ed aumenta il rischio di estendere l'utilizzo delle reti di protezione (*safety net*), predisposte dalle Autorità di Vigilanza, anche ai settori che ne sono privi.

Il modello integrato rimane un'opzione organizzativa solo teorica, visto che nella quasi totalità degli ordinamenti è vietato, ai fini di tutela dell'assicurato e del depositante, lo svolgimento congiunto (nella medesima *legal entity*) dell'attività di intermediazione creditizia ed assicurativa mentre, come noto, è possibile svolgere l'attività di intermediazione creditizia e mobiliare (con esclusione della gestione collettiva del risparmio) nell'ambito del modello organizzativo della banca universale³⁰.

Nel modello *parent-subsidiary*, l'impresa *parent* che può essere un intermediario creditizio, mobiliare o assicurativo, assume partecipazioni in una o più *subsidiaries*, a loro volta operanti in uno dei segmenti dell'intermediazione finanziaria.

La separazione legale e operativa che caratterizza le singole imprese componenti il modello in oggetto, da un lato riduce la portata dei potenziali vantaggi e benefici che caratterizzano invece il modello di completa integrazione, dall'altro però garantisce che l'impresa *parent* e le singole *subsidiaries* si dotino di un proprio autonomo capitale (e patrimonio di vigilanza) a fronte della attività di intermediazione che svolgono. Tutto ciò consente l'agevole separazione dei rischi che emergono nell'ambito dei diversi intermediari finanziari e la loro collocazione all'interno delle singole *legal entities*.

Infine, la separazione giuridica garantisce una responsabilità circoscritta alle passività della singola impresa *parent*, non estendibile alle passività delle *subsidiaries*.

A fronte di questi vantaggi, collegati alla separazione giuridica, il modello in esame presenta anche alcuni punti critici rintracciabili nella presenza in ogni

³⁰ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., pp. 131-132.

singolo intermediario di un *management* differente e di strutture proprietarie eterogenee che potrebbero essere all'origine dei problemi di agenzia.

In secondo luogo, non è escluso che possano verificarsi problemi di *double gearing*³¹, cioè l'utilizzo dello stesso capitale in due o più diverse entità del gruppo. Il terzo modello organizzativo che il conglomerato finanziario può assumere costituisce una variante del precedente in cui l'impresa controllante è una semplice *holding company*.

Esiste, infine, un quarto modello preso in considerazione dalla direttiva 87/2002/CE sui conglomerati finanziari: si tratta del cosiddetto gruppo orizzontale, cioè del gruppo in cui manchi il legame costituito dal controllo partecipativo ma sussista un controllo "di fatto" derivante dalla direzione unitaria o da altri legami di tipo contrattuale³².

Sotto una diversa prospettiva, che tenga conto dell'importanza relativa delle società operanti in ciascuna area di *business*, del grado di integrazione raggiunto tra le componenti "eterogenee" e della posizione nei rispettivi mercati di riferimento (bancario, assicurativo, dei servizi di investimento), è possibile classificare i conglomerati finanziari in puri o specializzati.

I "conglomerati finanziari puri" nascono dall'aggregazione di un intermediario creditizio e un'impresa di assicurazioni di dimensioni equivalenti oppure evolvono in un gruppo che, indipendentemente da quale fosse originariamente la sua componente prevalente, ha perso la caratterizzazione originaria.

Si tratta, quindi, di conglomerati finanziari che hanno un elevato livello di despecializzazione e non presentano più un'area di *business* quantitativamente e qualitativamente prevalente. In generale, tali conglomerati raggiungono grandi dimensioni, hanno una configurazione sovranazionale e detengono rilevanti quote nei singoli mercati di riferimento.

I conglomerati finanziari specializzati, invece, svolgono la propria attività prevalente nel segmento in cui opera l'intermediario finanziario che li ha originati. È possibile così individuare conglomerati assicurativi e conglomerati bancari.

Tra questi due modelli estremi si inseriscono una serie di situazioni che dipendono essenzialmente da tre elementi: la dimensione patrimoniale di ognuna delle società componenti il conglomerato; la misura in cui l'istituzione finan-

³¹ Si rinvia all'analisi sui profili oggettivi della vigilanza in materia di adeguatezza patrimoniale.

³² Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., pp. 132-133.

ziaria “dominante” partecipa nella società eterogenea; il conseguente grado di controllo della società originaria sulla società *captive*.

Sulla base di quanto poc’anzi detto è possibile distinguere conglomerati con banca/compagnia di assicurazione *captive*; solitamente l’istituzione prigioniera è totalmente partecipata dalla società dominante, è spesso di nuova costituzione, presenta una dimensione a volte marginale rispetto alla capogruppo, inoltre assume il ruolo di società prodotto con autonomia operativa e organizzativa pressoché nulla e dipendente dalle scelte della capogruppo e offre una gamma di prodotti complementare alle specificità produttive della capogruppo.

Conglomerati con banca/compagnia di assicurazione partecipata per una quota inferiore al 100%; in questo caso l’istituzione partecipata è quasi sempre una società che già opera nel mercato, con un grado di autonomia anche piuttosto elevato e con una posizione non trascurabile nel proprio mercato di riferimento. A seconda dell’entità della partecipazione e del carattere più o meno vincolante per le parti e durevole degli accordi commerciali, il conglomerato assume una connotazione di maggiore o minore stabilità³³.

Le verifiche empiriche mostrano che la struttura organizzativa effettivamente assunta dai conglomerati è assai più complessa rispetto a quelle sopra descritte e risulta spesso da una combinazione più o meno ampia dei quattro modelli teorici individuati.

Lo stesso sviluppo dei conglomerati finanziari, l’ampiezza e la tipologia della loro diversificazione e la loro configurazione organizzativa sembrano essere influenzati dalle caratteristiche istituzionali dei singoli Paesi nonché dalla struttura e dal grado di sviluppo dei rispettivi sistemi finanziari e, in particolare, dal grado di rilevanza assunto dai mercati nel processo di intermediazione finanziaria.

Si osserva, infatti, come lo sviluppo dei conglomerati finanziari sia stato maggiore nell’Europa continentale, caratterizzata da sistemi finanziari *bank-based* rispetto agli Stati Uniti ed al Regno Unito, ed ancora come le banche operanti nei sistemi finanziari continentali abbiano diversificato in modo più ampio la propria attività e in modo proporzionalmente maggiore nel segmento dell’intermediazione assicurativa rispetto a quelli statunitensi, che hanno invece privilegiato la diversificazione nel segmento della *Securities industry*³⁴.

³³ Cfr. LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L’integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, cit., p. 116 ss.

³⁴ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 134.

2.4 Rischi, regolamentazione e vigilanza sui conglomerati finanziari

La formazione e la diffusione dei conglomerati finanziari hanno sollevato una serie di questioni inerenti la loro regolamentazione e supervisione; il conglomerato infatti è composto da intermediari finanziari regolamentati, ciascuno dei quali presenta singoli profili di rischio.

Difatti, le banche detengono passività nella forma di depositi a vista e attivi opachi, quindi difficili da valutare sotto il profilo del rischio da parte di Autorità di Vigilanza, investitori istituzionali, agenzie di *rating* e depositanti.

In particolare, lo scarto esistente tra le scadenze dell'attivo e del passivo può generare rischi di liquidità, che in estrema ipotesi potrebbero tradursi in una crisi di insolvenza di una singola banca, in grado di propagarsi all'intero settore bancario mediante il fenomeno noto come la corsa agli sportelli. Tali considerazioni rendono necessario l'intervento pubblico che si concretizza nella combinazione di vigilanza prudenziale, credito in ultima istanza e assicurazione dei depositi³⁵.

In tale contesto, i problemi dell'intermediario assicurativo riguardano tipicamente il passivo e possono derivare da premi e/o riserve tecniche insufficienti nonché da pratiche di investimento particolarmente rischiose.

Le imprese di assicurazione si caratterizzano per l'inversione del ciclo produttivo e della trasformazione delle scadenze che fanno sì che le stesse non siano esposte ad un rischio di liquidità analogo a quello delle banche.

La protezione del consumatore (assicurato) diviene dunque la principale ragione per la regolamentazione e la vigilanza delle compagnie di assicurazione.

Nonostante ciò, tali imprese hanno progressivamente sviluppato i loro legami con gli intermediari bancari attraverso la detenzione di quote, anche consistenti, del patrimonio delle banche e attraverso l'assunzione di parte del rischio di credito, mediante le polizze di assicurazione crediti, la cartolarizzazione e i derivati creditizi³⁶.

Ciò induce a ritenere che la crisi di un'assicurazione possa anche eventualmente propagarsi al sistema bancario e che un'eventuale default del sistema assicurativo, specialmente il ramo vita, potrebbe anche avere ripercussioni di tipo

³⁵ Tale combinazione costituisce la cosiddetta *safety net* di cui le banche spesso usufruiscono. I problemi di *moral hazard* che potrebbero derivare da comportamenti opportunistici degli intermediari bancari potrebbero essere risolti attraverso l'intervento discrezionale e non automatico della *safety net* da parte dell'Autorità di Vigilanza.

³⁶ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 169 ss.

sistemico, in quanto è un settore fondamentale a garanzia del mantenimento della fiducia dei risparmiatori nei confronti dell'intero sistema finanziario.

Quando gli intermediari bancari e assicurativi confluiscono in un unico gruppo, divenendo componenti di un conglomerato finanziario, ai rischi tipici di ciascuno degli ambiti considerati se ne aggiungono altri di tipo *supplementare*. Ciò si riflette sia nel fatto che la vigilanza su tali gruppi è di tipo supplementare, cioè mantiene ferme le regole previste per i singoli intermediari, aggiungendone ulteriori, sia nel fatto che l'emanazione della direttiva 2002/87/CE si colloca in un più ampio contesto di sistemazione e completamento della vigilanza sugli intermediari finanziari.³⁷

Nell'ordinamento nazionale, la direttiva è stata recepita con d.lgs. 142/2005, senza particolari scostamenti rispetto al testo della norma comunitaria, ma con alcune puntualizzazioni.

In primo luogo, il decreto specifica, all'art. 2, che la vigilanza supplementare non è relativa al conglomerato in sé ma alle imprese facenti parte del conglomerato, siano esse imprese regolamentate (e quindi sottoposte a vigilanza individuale), siano esse appartenenti a gruppi di imprese (e quindi già sottoposte a vigilanza individuale e a livello di gruppo). Ne restano invece escluse le società a partecipazione finanziaria mista, per le quali, a detta dell'art. 2, comma 5, "la vigilanza supplementare a livello di conglomerato non implica l'esercizio della vigilanza individuale" e per le quali la vigilanza supplementare è l'unica forma di controllo pubblico.

In secondo luogo, il decreto stabilisce che le società di gestione patrimoniale³⁸, se appartenenti ad un gruppo bancario o assicurativo, rientrano nel settore finanziario corrispondente al gruppo di appartenenza.

Se non appartenenti ad alcun gruppo ma sono comunque parte di un conglomerato, verranno considerate parte del settore finanziario di maggiori dimensioni del conglomerato.

Per cui, la norma di recepimento le prende esplicitamente in considerazione prevedendo l'applicazione delle norme sulla vigilanza supplementare relativa ai conglomerati oltre che mantenere ferma l'applicazione delle disposizioni sulla vigilanza individuale³⁹.

³⁷ Per il commento agli artt. della Direttiva 2002/87/CE che indicano la definizione di "conglomerato finanziario" si rimanda alla nota n. 16 del presente lavoro.

³⁸ Per società di gestione patrimoniale, il decreto intende le società di gestione di cui all'art. 1 del d.lgs. 58/1998 (t.u.f.) e cioè le società di gestione del risparmio e le società di gestione armonizzate.

³⁹ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit.,

Il carattere “supplementare” della vigilanza è volto a fronteggiare alcune problematiche tipiche dei gruppi, ma nello stesso tempo tende, prudenzialmente, a non tener conto dei benefici della diversificazione che potrebbero invece comportare soprattutto riguardo ad un abbassamento del livello complessivo di rischiosità del gruppo rispetto alla “somma” dei rischi delle sue componenti singolarmente considerate.

Nella considerazione dei “rischi supplementari”, il legislatore ha prestato particolare attenzione alle conseguenze del ricorso, da parte delle imprese appartenenti a conglomerati, a tecniche di *double gearing* e di *capital leveraging* sull'adeguatezza patrimoniale, così come alla possibilità che si verifichino conflitti di interessi tra le diverse imprese del gruppo e che la crisi di una di queste possa “contagiarne” altre, appartenenti ad un diverso settore, anche se solo per un effetto reputazionale⁴⁰.

2.4.1 (segue) La politica di adeguatezza patrimoniale

Il calcolo dell'adeguatezza patrimoniale del conglomerato finanziario è uno dei principali strumenti della vigilanza supplementare che ha il fine di costituire un patrimonio idoneo alla copertura dei rischi di due o più imprese appartenenti allo stesso conglomerato.

Il rischio potrebbe essere sia quello di utilizzare lo stesso ammontare di capitale in due (o più) imprese del conglomerato (*double* o *multiple gearing*), permettendo un aumento del volume di attività del gruppo (e quindi l'accrescimento di rischi complessivi) non accompagnato da un corrispondente incremento del capitale reale (ovvero del capitale raccolto nel mercato e non creato contabilmente attraverso investimenti interni fra imprese del gruppo), sia quello che l'impresa capogruppo emetta obbligazioni per capitalizzare le controllate regolamentate (effetto leva o *capital leveraging*). In quest'ultimo caso, le somme investite e destinate a costituire una porzione del patrimonio di vigilanza dell'impresa beneficiaria, rappresentano, per la società che effettua l'investimento, una passività.

Per quanto concerne il problema del trattamento degli eventuali *surplus* o *deficit* patrimoniali delle imprese del gruppo conglomerale, la loro misurazione

assume connotati diversi a seconda che la controllante abbia una partecipazione totalitaria o meno.

Nel primo caso è indubbio che il *deficit* della controllata vada imputato per intero alla controllante (cioè al gruppo), nel secondo invece è possibile ritenere valido sia il criterio dell'imputazione totale sia quello dell'imputazione proporzionale alla quota detenuta dalla controllante.

Nonostante l'imputazione totale di *deficit* e *surplus* alla controllante potrebbe alterare la situazione finanziaria del gruppo, soprattutto in relazione ai rischi del singolo intermediario, essa appare comunque maggiormente prudente nella prospettiva della vigilanza, e per tale motivo la direttiva e il legislatore nazionale l'hanno privilegiata⁴¹.

I metodi indicati dalla direttiva e dal decreto di recepimento per il calcolo dei requisiti di adeguatezza sono tre: il "consolidamento contabile", la "deduzione e aggregazione" e la "deduzione del valore contabile dalla partecipazione del requisito di solvibilità".

La direttiva specifica che, indipendentemente dal metodo di calcolo prescelto, deve essere eliminato il computo multiplo degli elementi ammessi per il calcolo dei fondi propri a livello di conglomerato, nonché ogni altra costituzione indebita di fondi propri grazie ad operazioni interne al gruppo.

Esistono, tuttavia, vantaggi e svantaggi specifici per ciascun metodo: il consolidamento ha il vantaggio di eliminare automaticamente ogni problema di *double gearing*, ragione per la quale le stesse autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob e Isvap) lo hanno prescelto nell'Accordo di coordinamento stipulato il 31 Marzo 2006.

Esso si basa sull'eliminazione delle posizioni reciproche tra le imprese del gruppo, l'aggregazione del bilancio delle controllate (indipendentemente dall'attività esercitata) a quello della capogruppo secondo i principi IAS/IFRS e l'eliminazione del valore delle partecipazioni in altre imprese del gruppo. I fondi propri del conglomerato finanziario sono calcolati sulla base della posizione consolidata del conglomerato e gli elementi che definiscono il patrimonio del conglomerato devono essere presi in considerazione secondo le definizioni e i limiti stabiliti dalle rispettive norme settoriali.

Con successivo provvedimento, la Banca d'Italia ha emanato il modello del prospetto dimostrativo dell'adeguatezza patrimoniale secondo il metodo del

⁴¹ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 190 ss.

consolidamento contabile, da redigersi da parte delle imprese capogruppo di conglomerati a prevalente attività bancaria o assicurativa⁴².

Il metodo della deduzione e aggregazione consente di trarre informazioni più precise sulle singole componenti del gruppo, poiché è costruito partendo dai bilanci individuali, ma richiede l'eliminazione del *double gearing*.

Infine, il metodo della "deduzione del valore contabile della partecipazione del requisito di solvibilità" appare piuttosto semplicistico perché si basa sulla posizione della capogruppo senza tener conto del patrimonio delle sussidiarie e conduce a risultati diversi a seconda del fatto che la capogruppo sia bancaria o assicurativa.

In conclusione, spetta al Coordinatore⁴³, ai sensi dell'art. 7, comma 2, d.lgs. 142/2005, la verifica dell'effettuazione a cadenza annuale dei calcoli di adeguatezza da parte delle imprese regolamentate o delle società di partecipazione finanziaria mista.

Partecipano al calcolo dei requisiti di adeguatezza patrimoniale supplementare tutte le imprese appartenenti al settore finanziario comprese le società di gestione patrimoniale. È doveroso, inoltre, dare alcuni cenni alle principali componenti del capitale di vigilanza settoriale che potrebbero incidere sul calcolo del patrimonio del conglomerato.

In particolare, bisogna tenere conto di quattro elementi critici: gli strumenti ibridi di patrimonializzazione uniscono le caratteristiche tipiche delle azioni ad altre tipiche del debito, per questo nel settore bancario è largamente diffusa la regola del Comitato di Basilea del 1998, secondo cui, a determinate condizioni, per la loro capacità di assorbire le perdite della banca senza necessità di procedure di liquidazione o fallimento, possono essere inserite nel c.d. *Upper Tier 2* del patrimonio della banca o, nel limite del 15%, nel *Lower Tier 1*. Nel settore

⁴² Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 194 ss.

⁴³ Per svolgere i compiti di vigilanza supplementare, la direttiva 2002/87/CE sceglie la via del Coordinatore cioè di un'Autorità di Vigilanza, individuata tra quelle competenti per i singoli settori. È utile ribadire che il Coordinatore non costituisce un'ulteriore Autorità di Vigilanza o, meglio, non esercita una vigilanza che costituisce un livello ulteriore rispetto a quella individuale, quanto, piuttosto, una vigilanza che tende a colmare le lacune di quelle settoriali, volta a fornire un quadro d'insieme della posizione e situazione del gruppo.

I compiti del Coordinatore sono: *informativi*, nel senso che funge da catalizzatore per la raccolta e diffusione delle informazioni rilevanti tra le Autorità interessate; *valutativi*, in quanto al Coordinatore spetta sia una valutazione complessiva del conglomerato sotto il profilo della vigilanza sia una serie di valutazioni specifiche sulla situazione finanziaria, sull'osservanza degli obblighi in materia di adeguatezza patrimoniale, di concentrazione dei rischi e delle operazioni infragruppo; con *compiti di pianificazione e coordinamento* nell'ambito dello svolgimento dell'attività di vigilanza in collaborazione con le autorità competenti rilevanti.

assicurativo, invece, gli strumenti ibridi vengono considerati alla stregua dei subordinati nel computo del capitale di vigilanza, giocando un ruolo diverso rispetto a quanto previsto per il patrimonio delle banche.

Le riserve di rivalutazione sono inserite nel *Tier 2* del patrimonio bancario e vi concorrono fino al raggiungimento del 100% del *Tier 1*, mentre nel settore assicurativo sono attualmente ammesse senza limiti.

La deduzione delle partecipazioni *cross-sectoral* ha il medesimo trattamento ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza del conglomerato, indipendentemente dal fatto che il detentore sia una banca o un'impresa di assicurazione, mentre segue una disciplina molto più restrittiva per le banche in caso di partecipazioni intrasettoriali.

Ciò comporta la possibilità che, a livello di conglomerato, possano insorgere pratiche di arbitraggio regolamentare attraverso il trasferimento di partecipazioni dal detentore bancario a quello assicurativo, in quanto una partecipazione di importo compreso tra il 10% e il 20% comporta la deduzione se il detentore è la componente bancaria del conglomerato, mentre non richiede la deduzione se il detentore è la componente assicurativa⁴⁴.

2.4.2 (segue) Alcune possibili implicazioni per la stabilità finanziaria

La struttura conglomerale di per sé amplifica la possibilità di porre in essere fenomeni di arbitraggio normativo, che risultano favoriti dalle differenze esistenti nelle regolamentazioni dei singoli settori cui appartengono le imprese del raggruppamento (o meglio, dalla coesistenza di regole prudenziali diverse per attività assimilabili)⁴⁵. In tale ambito, accresce l'incentivo nello spostare le attività in quelle imprese del conglomerato assoggettate a requisiti patrimoniali meno penalizzanti, ovvero a forme di controllo che appaiono meno stringenti⁴⁶.

Dette operazioni infragruppo non rappresentano in assoluto un fattore di rischio, potendo anzi configurare una modalità di sfruttamento delle sinergie tra le unità del raggruppamento, ma possono acquisire una certa rilevanza in termini di vigilanza in presenza di operazioni che comportino un trasferimento inopportuno di capitali o di reddito da un'impresa regolamentata ad una non vigilata,

⁴⁴ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., p. 204.

⁴⁵ Cfr. BROZZETTI, *Il Sistema di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari nel d.lgs. n. 142 del 2005*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2007, I, p. 399 ss.

⁴⁶ Cfr. GODANO, *La proposta di direttiva sui conglomerati finanziari*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2001, p. 480.

oppure che siano realizzate al fine di eludere il rispetto dei requisiti patrimoniali, come nel caso sopra citato.

Le operazioni infragruppo⁴⁷ costituiscono, inoltre, la principale fonte di contagio e propagazione delle difficoltà finanziarie tra imprese di un gruppo. In particolare, l'art. 9 del d.lgs. 142/2005 stabilisce che nei conglomerati sussiste l'obbligo, in capo all'impresa capogruppo – oppure ad altra impresa individuata dal Coordinatore – di trasmettere allo stesso Coordinatore le informazioni relative alle operazioni infragruppo significative.

La soglia di significatività è rimessa ancora una volta agli accordi di coordinamento tra le Autorità di Vigilanza coinvolte. Nello specifico, l'art. 8 della direttiva 87/2002/CE (ripreso dall'art. 9, comma 2 del decreto) dispone però una sorta di soglia presuntiva di sicurezza da utilizzare temporaneamente, fino alla determinazione definitiva delle Autorità di Vigilanza, fissandola al 5% del totale dei requisiti di adeguatezza patrimoniale del conglomerato.

L'intensità del rischio di contagio cresce al crescere delle dimensioni dell'aggregazione del conglomerato ed al conseguimento di una sua dimensione transnazionale. Conseguo che la situazione di difficoltà nella quale eventualmente incorra una singola impresa del raggruppamento può estendersi all'intera aggregazione (*rischio di contagio* in senso proprio) e ripercuotersi negativamente sul sistema finanziario, nelle sue componenti rilevanti (*rischio sistemico*).

Gli intermediari finanziari di maggiori dimensioni derivanti dalle concentrazioni tendono ad avere relazioni più strette ed intense con i mercati finanziari e quindi ad essere più esposti alle eventuali crisi finanziarie che si generano sui mercati: ne sono evidenti testimonianze le forti svalutazioni degli attivi subite dalle maggiori *investment banks* in seguito alla crisi dei mutui *sub-prime*.

Il consolidamento può inoltre porre la nota questione se alcuni intermediari siano divenuti *too big to fail* e quindi se il loro fallimento possa destabilizzare l'intero sistema finanziario. Nuovamente, si pone il problema del *trade-off* tra i potenziali vantaggi della dimensione e diversificazione e gli effetti negativi (*moral hazard* del management e costi della vigilanza in termini di salvataggio dell'intermediario finanziario) dell'intermediario divenuto “too big to fail” o, più precisamente, “too complex to fail”.

⁴⁷ Sono tutte quelle operazioni nelle quali l'*adempimento* di un'obbligazione, contrattuale o di altra natura (che avvenga a titolo oneroso o gratuito), a favore delle imprese regolamentate appartenenti al conglomerato finanziario *dipenda*, in modo diretto o indiretto, da altre imprese dello stesso gruppo, o da qualsiasi persona fisica o giuridica legata alle imprese appartenenti a quel gruppo da stretti legami. (cfr. art. 1, comma 1, lett. c, del Decreto).

Non esiste una risposta univoca al quesito circa gli effetti prevalenti prodotti dai grandi gruppi finanziari conglomerati sulla stabilità finanziaria. Un ruolo importante a questo riguardo viene sicuramente svolto dalla presenza di solidi sistemi di controllo e gestione del rischio e da una vigilanza pubblica efficace⁴⁸.

⁴⁸ Cfr. PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, cit., pp. 128-129.

CONCLUSIONI

Sebbene le logiche che hanno condotto alla formazione dei conglomerati finanziari si fondano essenzialmente sui processi di *deregolamentazione*, di innovazione tecnologica e finanziaria, di globalizzazione dei mercati, nonché di efficienza (operativa e allocativa), come obiettivo da perseguire attraverso un più ampio e libero dispiegamento delle forze competitive e dei meccanismi di mercato, la recente crisi finanziaria ha portato alla luce i limiti dello sviluppo di un'economia mondiale globalizzata.

Nonostante i mutamenti dei mercati finanziari più evoluti non abbiano alterato le tradizionali funzioni svolte dai sistemi (intermediazione finanziaria, monetaria, gestione dei rischi e trasmissione degli impulsi di politica monetaria), la crisi ha dimostrato che la finanza d'assalto da cui si sono fatti sedurre numerosi intermediari bancari e assicurativi è stata la principale fonte di cospicui profitti nel breve termine, ma al tempo stesso di gravi perdite che hanno minato la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

Studi e ricerche empiriche sugli effetti della diversificazione hanno dimostrato che non sembra, tuttavia, esistere una chiara indicazione nel senso dell'effettiva superiorità quanto a creazione di valore del conglomerato finanziario rispetto all'intermediario focalizzato. Se a ciò si aggiunge la necessità di una maggiore regolamentazione di tali fenomeni, inevitabilmente si finisce per *ingessarli* in un'operatività particolarmente onerosa in termini di costi di adeguamento.

Proprio in tale direzione si è mossa la Commissione europea con la proposta di direttiva che modifica la direttiva 2002/87/CE, per quanto concerne la vigilanza supplementare delle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario.

Scopo della proposta è quello di dare una risposta immediata al problema, manifestatosi con la crisi finanziaria, concernente la necessità delle autorità di vigilanza di esercitare la propria supervisione sulle società di partecipazione finanziaria secondo modalità analoghe a quelle utilizzate per le società di partecipazione bancaria e assicurativa.

Le principali modifiche hanno riguardato: la volontà di "lisbonizzare" la direttiva sui conglomerati finanziari, nel senso di una maggiore armonizzazione a livello europeo della vigilanza, attraverso il progressivo allineamento delle di-

verse normative di settore in materia⁴⁹ e l'emanazione delle linee guida generali per la vigilanza sui conglomerati finanziari per il tramite del Comitato congiunto⁵⁰. La definizione delle società di partecipazione finanziaria mista e ricomprenderle nella vigilanza supplementare⁵¹. L'introduzione di *stress test* a livello di ciascun conglomerato finanziario, spettando al Coordinatore di stabilire l'opportunità, i parametri e le tempistiche e al Comitato congiunto di assicurare che tali prove si svolgano in maniera coerente tra i diversi settori⁵².

Il difficile clima che sta permeando il mercato europeo di recente ricorda la fondatezza del pensiero keynesiano, secondo cui “il mercato non si auto stabilizza e per questo deve essere supportato dalle istituzioni democratiche”.

Concludendo sul punto, la necessità di un ruolo sempre maggiore dell'attività di vigilanza da un lato, e il bisogno disperato di istituzioni forti e legittimate che guidino l'Europa nel mondo globalizzato e nelle sfide che esso lancia ogni giorno dall'altro, consentono di concludere che la figura conglomerale è una sfida che, in prospettiva futura, soltanto pochi attori del mercato riusciranno a vincere.

⁴⁹ Cfr. Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 98/78/CE, 2002/87/CE e 2006/48/CE per quanto concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario al Considerando 4-*bis* e 4-*ter*.

⁵⁰ Cfr. Considerando 3.

⁵¹ Cfr. Considerando 7-*bis*.

⁵² Cfr. Considerando 7-*ter*.

BIBLIOGRAFIA

- BROZZETTI, *Il Sistema di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari nel d.lgs. n. 142 del 2005*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2007, I.
- BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, Roma, 2007.
- CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010.
- *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il Caso Italiano*, Padova, 2009.
- FORESTIERI, MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2005.
- GODANO, *La proposta di direttiva sui conglomerati finanziari*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2001.
- KOGUCHI, *Financial Conglomeration*, in OECD, *Financial Conglomerates*, Parigi, 1993.
- LOCATELLI, MORPURGO, ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa*, in *Le strategie delle grandi banche in Europa*, a cura di Cesarini, Roma, 2003.
- PICHLER, *I Conglomerati Finanziari. Profili gestionali e di regolamentazione*, Milano, 2008.
- TROIANO, *I conglomerati finanziari. Le forme di vigilanza*, Padova, 2009.

VI - CONGLOMERATI FINANZIARI E MISURE DI VIGILANZA SUPPLEMENTARE

PREMESSA

Il presente lavoro intende offrire al lettore una panoramica generale della disciplina della ‘conglomerazione finanziaria’, con particolare riguardo all’ordinamento nazionale di recepimento. Nelle pagine che seguono, quindi, verrà dapprima analizzata la struttura di base e la *ratio* della direttiva n. 2002/87/CE, per poi proseguire con la riflessione sulle caratteristiche normative del decreto legislativo n. 142/05.

L’elemento sostanziale dell’indagine sarà costituito dal ruolo ‘operativo’ delle misure di vigilanza supplementare; attraverso l’esame dei singoli strumenti risulterà agevole comprendere il grado d’incisività delle attuali previsioni normative nonché le problematiche sottese.

Infine, le osservazioni conclusive riguarderanno la nuova collocazione e le nuove modalità d’esercizio della vigilanza supplementare alla luce della recente introduzione del sistema europeo di vigilanza finanziaria; seguendo tale falsariga si evidenzieranno le ragioni per cui la recente ‘architettura’ di supervisione si presterà a divenire, per i conglomerati finanziari, un fattore propulsivo di un più ampio complesso di revisione della disciplina.

CAPITOLO I - I CONGLOMERATI FINANZIARI ED IL RUOLO DELLA VIGILANZA SUPPLEMENTARE

1.1 I profili normativi: la direttiva 2002/87/CE

Il fenomeno della ‘conglomerazione finanziaria’ rappresenta la sostanziale sintesi dell’evoluzione operativa di più soggetti finanziari, di matrice economica differente, caratterizzati da un’elevata diversificazione produttiva¹.

Tale fattore ha costituito il motivo principale per il quale solamente di recente, e specularmente ad un sostanziale processo normativo incentrato sulle ‘tipologie di gruppo’², si è avuta un’organica disciplina di tale fenomeno, dapprima a livello comunitario e poi nazionale.

¹ In tal senso BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, Roma, Quaderni Monografici RIREA, 2007, Allegato alla Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, n. 7-8/2007, p. 4 ss.

L’Autore individua i fattori evolutivi dell’integrazione in ragione di *steps* successivi rappresentati da: I) semplici accordi/collaborazioni commerciali tra banche e compagnie di assicurazioni; II) *joint-venture* tra compagnie di assicurazione e banche in cui le prime ‘costruiscono’ prodotti successivamente distribuiti dalle seconde anche tramite acquisizione di *know-how*; III) fase di acquisizione di partecipazioni che hanno portato alla creazione di gruppi a controllo bancario o assicurativo (bancassicurazione). Ciò ha permesso il c.d. ‘*one stop shopping*’, funzionale per la clientela data la più ampia gamma di prodotti messi a disposizione. Nello stesso senso, COTTERLI, *Forme e rischi dell’integrazione tra settori finanziari: dai gruppi ai conglomerati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, n. 2, 2004, p. 264 ss. nonché LOCATELLI - MORPURGO - ZANETTE, *L’integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa in Le strategie delle grandi banche in Europa*, Roma, 2003, p. 106 ss.

² A livello nazionale, difatti, oltre alla vigilanza per finalità e per soggetti sono state progressivamente introdotte «*forme di vigilanza - ancora in un’ottica di tipo settoriale - sulle diverse tipologie di gruppi via via regolamentate*» (cfr. QUIRICI, *La nuova disciplina della vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari: relativi elementi di forza e di debolezza in Studi e note di economia*, n. 1, Firenze, 2006, pp. 102-103). L’Autore distingue:

- *i gruppi bancari*, definiti all’art. 60 del TUB, nel rispetto del duplice requisito di bancarietà e finanziarietà in cui la capogruppo risultava una banca o una società finanziaria sottoposta a forme di vigilanza di tipo regolamentare, informativa ed ispettiva;

- *i gruppi finanziari*, definiti all’art. 11 del TUF in quanto ‘gruppi non bancari’ in cui la capogruppo era rappresentata da una SIM, da una SGR o altra società finanziaria (di cui al vecchio art. 107 TUB) sottoposta a vigilanza consolidata analogamente ai gruppi bancari;

- *i gruppi assicurativi*, quale insieme di imprese assicurative caratterizzato da forme di controllo partecipativo o contrattuale, assoggettate alla c.d. ‘Vigilanza Solo Plus’ ex d. lgs. 239/2001 di recepimento della direttiva 98/78/CEE.

A livello comunitario, il quadro normativo per i ‘gruppi omogenei’ era costituito dalla direttiva 2000/12/CE relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al relativo esercizio, dalla direttiva 93/6/CEE sull’adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi, dalla già menzionata direttiva 98/78/CE relativa alla vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo assicurativo (cfr. GODANO, *La direttiva comunitaria sui conglomerati finanziari in Il diritto dell’Unione Europea*, volume IX, n. 1, Milano, 2004, pp. 118-119).

Difatti, la prima regolamentazione organica in materia di vigilanza supplementare dei conglomerati finanziari è stata attuata dalla direttiva 2002/87/CE.³

L'obiettivo che la direttiva vuole garantire è rappresentato dalla stabilità finanziaria nel mercato comunitario - onde evitare possibili *market failures*⁴ - tramite presidi alla: I) adeguatezza patrimoniale delle strutture conglomerali (previa introduzione di oggettivi metodi di calcolo sulla solvibilità globale del conglomerato); II) gestione dei rischi rivenienti da operazioni interne ai gruppi, nonché di concentrazione dei rischi; III) gestione dei rischi legati alla competenza e professionalità dei direttori e degli amministratori.⁵

In ogni caso restano fermi sia il maggior raccordo con le varie Autorità di vigilanza settoriali – grazie alla designazione obbligatoria di

³ La direttiva è stata approvata dal Parlamento europeo e dal Consiglio in data 16 dicembre 2002 e pubblicata nella G.U.C.E. L 35 dell'11 febbraio 2003.

Significati contributi ai fini preparatori della direttiva in esame sono rappresentati dai documenti prodotti dal c.d. 'Gruppo Tripartito' (composto dal Basel Committee on Banking Supervision 'BCBS', dall'International Organization of Securities Commissions 'IOSCO', e dall'International Association of Insurance Supervisors 'IAIS') ad esempio il paper 'The supervision of financial conglomerates. A report by the Tripartite Group of Bank, Securities and Insurance regulators' del luglio 1995, gli elaborati del 'Joint Forum on Financial Conglomerates' contenuti nel 'Compendium of documents produced by the joint Forum' del luglio 2001, il documento di consultazione della Commissione Europea 'Towards an EU Directive on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates' dell'anno 2000. Vedasi in proposito TROIANO, *I conglomerati finanziari: le forme di vigilanza*, Padova, 2009, p. 52 ss; idem, QUIRICI, *op. cit.*, pp. 109-110.

⁴ Si veda in tal senso il terzo considerando «(3) Il piano d'azione della Commissione per i servizi finanziari individua una serie di azioni necessarie per il completamento del mercato unico dei servizi finanziari e preannunzia l'elaborazione di una legislazione prudenziale supplementare sui conglomerati finanziari per colmare le lacune esistenti nella legislazione prudenziale in vigore a livello settoriale e per far fronte a rischi prudenziali aggiuntivi al fine di garantire la solidità degli strumenti di vigilanza sui gruppi finanziari che esercitano attività finanziarie intersettoriali. [...]».

⁵ Così ANTONINI, *I conglomerati finanziari: una prima lettura della direttiva 2002/87/CE in Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2004, n. 2, pp. 362-364. In sintesi, la mancanza di una regolamentazione trasversale su base multisettoriale capace di fornire una vigilanza prudenziale a livello di 'conglomerazione finanziaria' è stato difatti il *leit motiv* che ha ispirato il legislatore comunitario: a tal proposito il primo considerando della direttiva afferma «(1) La normativa comunitaria in vigore disciplina con un ampio complesso di norme la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento su base individuale e sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento che fanno rispettivamente parte di un gruppo bancario/di imprese di investimento ovvero di un gruppo assicurativo, vale a dire gruppi che esercitano attività finanziarie omogenee».

Inoltre, il secondo considerando statuisce che «(2) I recenti sviluppi dei mercati finanziari hanno portato alla creazione di gruppi finanziari in grado di offrire servizi e prodotti in vari settori finanziari, i cosiddetti conglomerati finanziari. Non si è avuta finora alcuna forma di vigilanza prudenziale a livello di gruppo sugli enti creditizi, sulle imprese di investimento e sulle imprese di assicurazioni facenti parte di questo tipo di conglomerato, in particolare per quanto riguarda la solvibilità e la concentrazione dei rischi a livello di conglomerato, le operazioni intragruppo, le procedure di gestione del rischio interno a livello di conglomerato e la competenza e l'onorabilità dei dirigenti [...]».

un'Autorità di coordinamento –, sia la validità delle relative discipline settoriali.⁶

Nello specifico, la direttiva in esame ha una struttura complessa: il capo I (artt. 1-3) fornisce la definizione e le modalità di individuazione di un 'conglomerato finanziario'; il capo II (artt. 4-19) disciplina la vigilanza supplementare in riferimento all'adeguatezza patrimoniale, alla concentrazione (ed ai meccanismi interni di gestione) dei rischi, alle operazioni infragruppo⁷, al coordinamento ed allo scambio di informazioni; il capo III (artt. 20-21) tratta i poteri e le funzioni della Commissione e del Comitato; il capo IV (artt. 22-29) modifica le direttive settoriali esistenti; il capo V (art. 30) disciplina le società di gestione patrimoniale; il capo VI (artt. 31-34) contiene le disposizioni transitorie e finali. Infine, consta di due allegati: il primo relativo all'adeguatezza patrimoniale ed il secondo riferito all'applicazione delle disposizioni tecniche concernenti le operazioni infragruppo e la concentrazione dei rischi. Verranno, dunque, delineati esclusivamente gli aspetti fondamentali del primo e secondo capo della direttiva, riservando alla normativa nazionale di recepimento la trattazione di approfondimento.

In primo luogo, viene in rilievo la problematica relativa alla connotazione di 'conglomerato finanziario': con detta terminologia la direttiva vuole indicare un gruppo di imprese che appartengono a tre principali comparti dell'intermediazione finanziaria (banche, società di investimento

⁶ Si v. la 'Direttiva 2002/87/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 dicembre 2002 relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario e che modifica le direttive 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE e 93/22/CEE del Consiglio e le direttive 98/78/CE e 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio'.

⁷ L'attenzione del legislatore comunitario su questa specifica tematica trae origine dai rischi tipici della conglomerazione finanziaria, costituiti da tecniche di *double* (o *multiple*) *gearing* e da tecniche di *capital leveraging*. Difatti, il *double* (o *multiple*) *gearing* si esprime nell' «utilizzo dello stesso ammontare di capitale in due (o più) imprese del conglomerato» e ciò comporta «un aumento del volume di attività del gruppo (e quindi l'accrescimento dei rischi complessivi) non accompagnato da un corrispondente incremento del capitale reale»; il *capital leveraging*, invece, si manifesta «laddove un'impresa del gruppo impieghi risorse, raccolte sul mercato a titolo di debito, per investire nel capitale o in attività computabili nel patrimonio di vigilanza di altre imprese del medesimo gruppo» (cfr. TROIANO, *op. cit.*, pp. 56-58. Sul punto, anche QUIRICI, *op. cit.*, pp. 105-106, per la quale potrebbero risultare altrettanto problematici sia gli 'arbitraggi regolamentari' – in forza dei quali «le attività all'interno del conglomerato vengono spostate nelle società dove i requisiti patrimoniali sono inferiori ed i controlli di vigilanza sono meno severi, se non addirittura inesistenti» –, sia i 'rischi di contagio' – in forza dei quali le perdite registrate da una singola azienda potrebbero incidere in misura maggiore e più incisiva, rispetto alla crisi di un'azienda non conglomerale, addirittura sulla stabilità dell'intero conglomerato).

in valori mobiliari, compagnie di assicurazione), imprese diversificate funzionalmente e geograficamente⁸.

Al fine di prevenire fenomeni di elusione normativa, il legislatore comunitario ha adottato scientemente una nozione di ‘gruppo’ omnicomprensiva, volta ad includere nella vigilanza qualsiasi forma di aggregazione.⁹

Inoltre, viene fissata una soglia dimensionale, a livello di patrimonio, in forza della quale le attività di un gruppo di imprese possono considerarsi principalmente svolte nel settore finanziario e pertanto idonee alla ‘conglomerazione finanziaria’.¹⁰

Relativamente al campo d’applicazione, è da notare che la vigilanza supplementare non si applica al conglomerato finanziario in quanto tale, bensì alle imprese regolamentate (capogruppo ed ulteriori imprese del gruppo).

⁸ Cfr. voce ‘Conglomerati finanziari’ in *‘Il diritto commerciale d’oggi’*, dizionario a cura di Giovanni Cabras, su www.dircomm.it; si veda anche COVIELLO, *La convergenza tra gli operatori assicurativi: il “one-stop insurance shopping” ed il ruolo del canale agenziale in Assicurazioni*, Milano, 2009, n. 2, p. 170; infine, GODANO, *op. cit.*, p. 121. L’Autore, *ibidem*, distingue anche due modelli di conglomerato finanziario, «i conglomerati finanziari puri, dati dall’aggregazione di una banca e di una compagnia di dimensioni equivalenti; i conglomerati finanziari “specializzati”, che mantengono una prevalenza del business in cui opera la società che ha dato loro origine».

⁹ Difatti l’art. 2 par. 14 definisce conglomerato finanziario «un gruppo che, fatto salvo il disposto dell’articolo 3, soddisfi le seguenti condizioni:

a) a capo del gruppo vi sia un’impresa regolamentata ai sensi dell’articolo 1 o almeno una delle imprese figlie del gruppo sia un’impresa regolamentata ai sensi dell’articolo 1;

b) qualora a capo del gruppo vi sia un’impresa regolamentata ai sensi dell’articolo 1, questa sia l’impresa madre di un’impresa del settore finanziario, un’impresa che detiene una partecipazione in un’impresa del settore finanziario o un’impresa legata a un’impresa del settore finanziario da una relazione ai sensi dell’articolo 12, paragrafo 1, della direttiva 83/349/CEE [ovverosia, quando a) tra le imprese vi sia sottoposizione a direzione unitaria in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, oppure b) gli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza delle imprese sono costituiti in maggioranza dalle stesse persone in carica durante l’esercizio e fino alla redazione dei conti consolidati];

c) qualora a capo del gruppo non vi sia un’impresa regolamentata ai sensi dell’articolo 1, le attività del gruppo si svolgano principalmente nel settore finanziario ai sensi dell’articolo 3, paragrafo 1;

d) almeno una delle imprese del gruppo operi nel settore assicurativo e almeno una operi nel settore bancario o nel settore dei servizi di investimento;

e) le attività consolidate e/o aggregate delle imprese del gruppo che operano nel settore assicurativo e le attività consolidate e/o aggregate delle imprese che operano nel settore bancario e nel settore dei servizi finanziari siano entrambe significative ai sensi dell’articolo 3, paragrafo 2 o paragrafo 3.

È considerato conglomerato finanziario qualsiasi sotto gruppo di un gruppo ai sensi del punto 12 che soddisfi i criteri di cui al presente punto».

¹⁰ Il riferimento normativo è dato dall’art. 3 della direttiva: «si considera che le attività di un gruppo si svolgano principalmente nel settore finanziario, ai sensi dell’articolo 2, punto 14, lettera c), se il rapporto tra il totale dello stato patrimoniale delle imprese regolamentate e non regolamentate, operanti nel settore finanziario e appartenenti al gruppo e il totale dello stato patrimoniale del gruppo nel suo complesso è superiore ad un coefficiente del 40%».

Gli strumenti di vigilanza supplementare, invece, si concentrano principalmente sull'analisi della situazione finanziaria e sulle procedure di cooperazione fra le autorità, come meglio si vedrà nei capitoli successivi.

In estrema sintesi, le norme di cui al capo II della direttiva sanciscono per le imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario: l'assoggettamento a vigilanza supplementare relativamente all'adeguatezza patrimoniale¹¹, la regolamentazione delle operazioni intragruppo e della concentrazione dei rischi¹², l'adozione di meccanismi di controlli interni e procedure di gestione del rischio.¹³

L'intera attività di vigilanza supplementare, poi, trova sistematicità grazie alla figura del coordinatore – ovverosia, l'autorità competente preposta all'esercizio della vigilanza supplementare – la cui individuazione¹⁴ ed i cui compiti¹⁵ sono rigorosamente stabiliti da normativa di dettaglio.

¹¹L'art. 6 difatti, rinviando all'art. 9, par. 2-5 ed all'*Allegato I* della direttiva, stabilisce sostanzialmente che vi siano procedure di gestione del rischio e meccanismi di controllo interno. *Amplius*, vedasi il Cap. II del presente lavoro con riferimento al metodo di calcolo del consolidamento contabile, al metodo di calcolo della deduzione e dell'aggregazione, al metodo di calcolo della deduzione del valore contabile della partecipazione [e] del requisito di solvibilità.

Resta fermo in ogni caso il principio in forza del quale i mezzi propri disponibili a livello di conglomerato finanziario debbano in ogni momento essere almeno equivalenti ai requisiti di adeguatezza patrimoniale calcolati in conformità dell'*Allegato I* della direttiva.

¹²Ai sensi dell'art. 2 par. 18 si intende per «operazioni intragruppo: tutte le operazioni con le quali le imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario si affidano direttamente o indirettamente ad altre imprese dello stesso gruppo o a qualsiasi persona fisica o giuridica legata alle imprese appartenenti a quel gruppo da «stretti legami» per adempiere un'obbligazione, contrattuale o di altra natura, dietro pagamento o a titolo gratuito»; mentre ai sensi dell'art. 2 par. 19 si intende per «concentrazione dei rischi: tutte le esposizioni con un rischio di perdita potenziale per le imprese appartenenti ad uno stesso conglomerato finanziario, di portata tale da compromettere la solvibilità o la posizione finanziaria generale delle imprese regolamentate appartenenti al conglomerato; tali esposizioni possono essere dovute a rischio di credito/controparte, rischio di investimento, rischio assicurativo, rischio di mercato, altri rischi oppure ad una combinazione o interazione dei rischi precedenti».

¹³ Cfr. quanto *sub* nota 11.

¹⁴ È opportuno evidenziare che la figura del coordinatore, ai sensi dell'art. 11 par. 3, «con compiti specifici in materia di vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario lascia impregiudicati i compiti e le responsabilità attribuite alle autorità competenti ai sensi delle norme settoriali».

La scelta del coordinatore inoltre avverrà: nel caso di un'impresa capogruppo regolamentata, il compito di coordinatore sarà esercitato dall'autorità competente che ha autorizzato la capogruppo ai sensi delle norme settoriali; nel caso di un'impresa capogruppo non regolamentata, il compito di coordinatore sarà esercitato in funzione di criteri di collegamento adottati in ragione della localizzazione delle imprese regolamentate facenti parte del conglomerato (in dettaglio, vedasi quanto previsto dall'art. 10 par. 2 lett. b).

¹⁵ Ai sensi dell'art. 11: «i compiti di vigilanza supplementare del coordinatore includono: a) il coordinamento della raccolta e della diffusione di informazioni pertinenti o essenziali sia nel quadro del normale esercizio delle proprie funzioni che nelle situazioni di emergenza, ivi compresa la diffusione di informazioni importanti ai fini dell'esercizio della vigilanza da parte di un'autorità competente ai sensi delle norme settoriali; b) la valutazione complessiva sotto il profilo della vigilanza e la valuta-

Per agevolare e rendere effettivo l'esercizio della vigilanza supplementare, la direttiva impone una stretta collaborazione informativa fra le autorità settoriali competenti ed il coordinatore¹⁶, imponendo altresì che nessun ostacolo di natura giuridica impedisca tale condotta.

1.2 (segue) *il d. lgs. 142/2005: nozione, caratteristiche strutturali ed operative minime dei conglomerati finanziari*

Una volta delineata la struttura base della prima parte della direttiva, si può analizzare con maggior dettaglio la normativa di recepimento.

La direttiva 2002/87/CE è stata recepita in Italia con il d. lgs. 30 maggio 2005 n. 142 il quale consta di tre titoli concernenti: la disciplina dei conglomerati finanziari (artt. 1-15), le modifiche alla (allora) vigente legislazione assicurativa (artt. 16-19), le norme finali (artt. 20 e 21). Anche qui, come nella direttiva comunitaria, vi è un allegato riguardante i metodi di calcolo dei requisiti dettati ai fini dell'adeguatezza patrimoniale, nonché ulteriori principi tecnici.

In particolare, l'art. 3 del suddetto decreto fornisce la nozione di conglomerato finanziario, individuando lo stesso in un gruppo, o sottogruppo di un gruppo, che soddisfa determinate condizioni¹⁷.

zione della situazione finanziaria di un conglomerato finanziario; c) la valutazione dell'osservanza delle disposizioni in materia di adeguatezza patrimoniale, di concentrazione dei rischi e di operazioni intragruppo di cui agli articoli 6, 7 e 8; d) la valutazione della struttura, dell'organizzazione e del sistema di controllo interno del conglomerato finanziario, di cui all'articolo 9; e) la pianificazione e il coordinamento delle attività di vigilanza sia nel quadro del normale esercizio delle proprie funzioni sia in situazioni di emergenza, in collaborazione con le autorità competenti rilevanti; f) altri compiti, misure e decisioni assegnati al coordinatore dalla presente direttiva o derivanti dalla sua attuazione[...].»

¹⁶ Cfr. l'art. 12 primo comma della direttiva in forza del quale «tali autorità, abbiano sede o meno nello stesso Stato membro, si forniscono reciprocamente tutte le informazioni essenziali o pertinenti all'esercizio dei rispettivi compiti di vigilanza, ai sensi delle norme settoriali e della presente direttiva. A tale riguardo, le autorità competenti e il coordinatore comunicano a richiesta tutte le informazioni pertinenti e comunicano di propria iniziativa tutte le informazioni essenziali [...]».

¹⁷ Più precisamente, costituisce conglomerato finanziario qualsiasi gruppo, o sottogruppo di un gruppo, in cui: «[...]a) a capo del gruppo vi sia un'impresa regolamentata o almeno una delle imprese figlie del gruppo sia un'impresa regolamentata; b) qualora a capo del gruppo vi sia un'impresa regolamentata, questa sia un'impresa madre di un'altra impresa del settore finanziario, ovvero un'impresa che detiene una partecipazione in altra impresa del settore finanziario, ovvero un'impresa legata a un'impresa del settore finanziario da una relazione che comporti l'assoggettamento a direzione unitaria in virtù di accordi o clausole statutarie o in cui gli organi di amministrazione, direzione e controllo sono costituiti in maggioranza dalle stesse persone; c) qualora a capo del gruppo non vi sia un'impresa regolamentata, le attività del gruppo si svolgano principalmente nel settore finanziario; d) almeno una delle imprese del gruppo operi nel settore assicurativo e almeno una operi nel settore bancario o nel settore dei servizi di investimento; e) le attività consolidate o aggregate delle imprese del gruppo che operano nel settore assicurativo e le attività consolidate o aggregate delle imprese che operano nel settore bancario e nel settore dei servizi finanziari siano entrambe significative[...].».

In primo luogo, quindi, l'elemento strutturale è costituito dal gruppo¹⁸, ovvero sia un "insieme di imprese composto dall'impresa madre, dalle imprese figlie e dalle società in cui l'impresa madre o le imprese figlie detengono una partecipazione, nonché dalle imprese soggette a direzione unitaria in virtù di accordi o clausole statutarie e da quelle in cui gli organi di amministrazione, direzione e controllo sono costituiti in maggioranza dalle stesse persone"¹⁹.

L'elemento di controllo – o di influenza dominante – esercitato da un'impresa (madre)²⁰ su altra impresa (figlia)²¹ è quindi fattispecie rilevante e qualificante ai fini oggettivi.

¹⁸ La definizione di 'gruppo', come osservato da GODANO, *op. cit.* p. 121, e da TROIANO, *op. cit.* p. 80, è stata costruita sul principio contenuto nell'art. 12 della Direttiva 83/349/CEE (in forza del quale gli Stati membri destinatari della direttiva possono imporre ad ogni impresa soggetta al loro diritto nazionale l'obbligo di redigere conti consolidati quando fra più imprese vi sia la sottoposizione a direzione unitaria in virtù di un contratto stipulato o di una clausola dello statuto di tali imprese, ovvero gli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza di tali imprese siano costituiti in maggioranza dalle stesse persone in carica durante l'esercizio e fino alla redazione dei conti consolidati).

¹⁹ Il richiamo effettuato alla situazione di 'legami' è mutuato dall'art. 1 par. 26 della Direttiva 2000/12/CE (la quale contempla la fattispecie di 'stretti legami' nella situazione in cui «due o più persone fisiche o giuridiche sono legate: a) da una partecipazione, ossia dal fatto di detenere direttamente o tramite un legame di controllo, il 20% o più dei diritti di voto o del capitale di un'impresa, o b) da un legame di controllo, ossia dal legame che esiste tra un'impresa madre e un'impresa figlia, in tutti i casi di cui all'articolo 1, paragrafi 1 e 2, della direttiva 83/349/CEE, o da una relazione della stessa natura tra una persona fisica o giuridica e un'impresa; l'impresa figlia di un'impresa madre è parimenti considerata impresa figlia dell'impresa madre che è a capo di tali imprese. Si ritiene che costituisca uno stretto legame tra due o più persone fisiche o giuridiche anche la situazione in cui esse siano legate in modo duraturo a una stessa persona fisica o giuridica da un legame di controllo»).

²⁰ L'art. 1 del decreto 142/05, alla lettera q), definisce quale impresa madre «l'impresa che controlla un'altra impresa ai sensi dell'articolo 26 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, e ogni impresa che eserciti un'influenza dominante su un'altra impresa ai sensi dell'articolo 23, comma 2, del TUB e dell'articolo 10, comma 2, della legge 9 gennaio 1991, n. 20». Il rinvio a sua volta effettuato dall'art. 26 del d.lgs. 127/91 all'art. 2359 c.c. (limitatamente ai numeri 1) e 2) del primo comma) fa sì che «sono considerate società controllate: 1) le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria». Inoltre, il suddetto art. 26 al secondo comma stabilisce che «sono in ogni caso considerate controllate: a) le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole; b) le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto». Amplius, BROZZETTI, *Un nuovo livello di vigilanza prudenziale sugli intermediari articolati in gruppo: prime riflessioni sul d.lgs. n. 142 del 2005, attuativo della direttiva 2002/87/CE sui conglomerati finanziari (parte I) in Diritto della banca e del mercato finanziario*, volume 21, fascicolo 1, Torino, 2007, p. 95 ss. ed anche TROIANO, *op. cit.*, p. 84 ss.

Se la parte della norma codicistica appena esaminata statuisce sul controllo interno 'di diritto e di fatto', la regolamentazione dell'*influenza dominante* è fornita invece – quasi pariteticamente – dall'art. 23, secondo comma, del d. lgs. 385/93 e dall'art. 72, secondo comma, del d. lgs. 209/05: difatti si presume *iuris tantum* che un'impresa abbia il potere di determinare i comportamenti della controllata nella situazione in cui vi sia «1) esistenza di un soggetto che, sulla base di accordi, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli articoli 2364 e 2364-bis del codice civile; 2) possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca

Continuando ad esaminare la norma, si nota che anche la caratteristica del legame di *partecipazione* è strumentale alla costituzione di un conglomerato finanziario: nello specifico, ai sensi dell'art. 1 lett. s) del d. lgs. n. 142/05, s'intende per «partecipazione: i diritti, rappresentati o meno da titoli, nel capitale di altre imprese, i quali, realizzando una situazione di legame durevole con esse, sono destinati a sviluppare l'attività del partecipante. Si ha comunque partecipazione quando un soggetto è, direttamente o tramite un legame di controllo, titolare di almeno il 20 per cento dei diritti di voto o del capitale di un'impresa»²². Inoltre, fattori determinanti sono anche la *direzione unitaria*²³ e gli *interlocking directorates*²⁴.

Tratteggiati per sommi capi gli elementi cardine costituenti il 'gruppo', l'attenzione deve ora concentrarsi sugli aspetti strutturali ed operativi dello stesso, in primo luogo, sul concetto di 'impresa regolamentata' e di 'settore finanziario'.

della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza; 3) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere finanziario ed organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti: a) la trasmissione degli utili o delle perdite; b) il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune; c) l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle partecipazioni possedute; d) l'attribuzione, a soggetti diversi da quelli legittimati in base alla titolarità delle partecipazioni, di poteri nella scelta degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza o dei dirigenti delle imprese; 4) assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi».

²¹ L'art. 1 del decreto 142/05 alla lettera *r*) definisce, in maniera complementare a quanto detto *sub* nota precedente, l'impresa figlia quale «impresa soggetta al controllo di un'altra impresa ai sensi dell'articolo 26 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127, nonché ogni impresa su cui un'impresa madre eserciti un'influenza dominante ai sensi dell'articolo 23, comma 2, del TUB e dell'articolo 10, comma 2, della legge 9 gennaio 1991, n. 20; tutte le imprese figlie di imprese figlie sono parimenti considerate imprese figlie dell'impresa madre che è a capo di tali imprese».

²² Il legislatore ha coniato la definizione di partecipazione dal precetto normativo presente nell'art. 17 della Quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio, del 25 luglio 1978, basata sull'art. 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa ai conti annuali di taluni tipi di società.

In sintesi, le partecipazioni sono identificate dalle «azioni, dalle quote e dagli altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'art. 2351, ult. co., c.c.». In dottrina si v. BROZZETTI, *op. cit.*, p. 99.

²³ Per la definizione di *direzione unitaria*, vedasi quanto già detto sommariamente *sub* nota 18 relativamente all'art. 12 par. 1 della direttiva 83/349/CEE.

²⁴ Con tale terminologia si è soliti individuare la fattispecie meramente subiettiva in cui gli organi di amministrazione, direzione, controllo, di varie imprese sono composti in maggioranza dalle stesse persone.

Differente, invece, risulta essere la presunzione di controllo a livello di influenza dominante contemplata dall'art. 23, secondo comma, punto 4) del d. lgs. 385/93 e dall'art. 72, secondo comma, lett. d) del d. lgs. 209/05: qui difatti le norme prendono come parametro oggettivo 'l'assoggettamento a direzione comune', intendendo per essa o la convergenza delle condotte delle varie imprese volta ad una comune direzione, oppure il risultato della stessa. Ancora, nelle norme sopra richiamate si fa esclusivo riferimento alla composizione degli organi amministrativi (seppur con la possibilità di individuare tale fattispecie anche in forza di ulteriori 'elementi concordanti').

Il d. lgs. n. 142/05 specifica all'art.1, primo comma, lettera g) che per impresa regolamentata deve intendersi «una banca, un IMEL, un'impresa di assicurazione o un'impresa di investimento²⁵, autorizzati in Italia o in un altro Paese dell'Unione europea»²⁶.

Un ulteriore elemento essenziale, al fine di continuare a delineare il perimetro 'vitale' di un conglomerato finanziario, è rappresentato dall'appartenenza al settore finanziario delle sue imprese. Ai sensi dell'art. 1, primo comma, lettera m) del decreto suddetto tale settore è «composto di una o più delle seguenti imprese:

- 1) una banca, un IMEL, un intermediario finanziario di cui agli articoli 106 o 107 del TUB o un'impresa di servizi bancari ausiliari di cui all'articolo 1, paragrafo 23, della direttiva 2000/12/CE²⁷ del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000 (settore bancario);

²⁵ L'art. 1, primo comma, del decreto definisce alla:

- lettera c) «banca: l'impresa di cui all'articolo 1, comma 1, lettera b), del TUB» e quindi l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività bancaria consistente, ai sensi dell'art. 10 del TUB, nella raccolta di risparmio tra il pubblico, sotto ogni forma, nell'erogazione del credito nonché in ogni attività finanziaria connessa o strumentale fatte salve le riserve di attività previste dalla legge;

- lettera d) «istituto di moneta elettronica, di seguito denominato IMEL: l'impresa di cui all'articolo 1, comma 2, lettera h-bis), del TUB» ovvero sia le imprese diverse dalle banche che emettono moneta elettronica disciplinate nel TITOLO V-BIS del TUB agli artt. 114-bis e ss.;

- lettera e) «impresa di assicurazione: l'impresa autorizzata all'esercizio dell'attività assicurativa ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera t), del codice delle assicurazioni private», e quindi le società autorizzate secondo quanto previsto dalle direttive comunitarie sull'assicurazione diretta a svolgere l'attività di assunzione e gestione dei rischi;

- lettera f) «imprese di investimento: le imprese di cui all'articolo 1, comma 1, lettera h), del TUB», cioè le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie.

²⁶ Cfr. TROIANO, *op. cit.*, p. 97 e BROZZETTI *op. cit.*, p. 108 ss, i quali evidenziano che la norma in commento non fa riferimento a taluni altri soggetti attualmente regolamentati dal diritto positivo nazionale (società finanziarie di cui all'art. 59, primo comma, lettera b) del TUB, intermediari finanziari vigilati ex artt. 106 e ss. TUB, società di riassicurazione e quelle di partecipazione assicurativa ex art. 84 d. lgs. 209/05): una spiegazione la si può trovare nell'armonizzazione normativa attuata dal diritto europeo che ha provveduto ad assoggettare a vigilanza (ric conducendoli e comprendendoli nell'alea di vigilanza supplementare) tali soggetti, seppur con modalità più o meno incisive (al riguardo, si v. art. 59 TUB, art. 114 *quater* TUB, artt. 11 e 12 TUF, artt. 82 e ss. d.lgs. 209/05).

²⁷ Ovverosia, «un'impresa la cui attività principale consiste nell'amministrazione di immobili, nella gestione di servizi informatici, o in qualsivoglia altra attività affine di natura ausiliaria rispetto all'attività principale di uno o più enti creditizi». Tale definizione va però precisata in ragione dell'art. 4 par. 1 n. 21 della direttiva di rifusione 2006/48/CE sempre relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio, il quale estende la sfera d'applicazione anche alle imprese «la cui attività principale consiste nella proprietà e nell'amministrazione di immobili [...]».

Il tenore letterale di tale norma sembrerebbe far richiamo alle società di cui all'art. 59 lett. c) del TUB (società strumentali), ma queste ultime si caratterizzano per la loro natura non finanziaria secondo quanto precisato al Tit. I, Cap. 2, p. 3, delle *Istruzioni di Vigilanza per le banche* contenute nella circolare Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 («società strumentale, la società non finanziaria nella quale la banca o il gruppo bancario detiene, anche congiuntamente ad altri soggetti, una partecipazione di controllo e che esercita in via esclusiva o prevalente attività che hanno carattere ausiliario all'attività della banca o del gruppo o, nel caso di detenzione congiunta, dei soggetti partecipanti; tale carattere deve essere desumibile dallo statuto della società stessa»).

- 2) un'impresa di assicurazione, un'impresa di riassicurazione o una società di partecipazione assicurativa (settore assicurativo);²⁸
- 3) un'impresa di investimento o un ente finanziario ai sensi dell'articolo 1, paragrafo 5, della direttiva 2000/12/CE (settore servizi di investimento);²⁹
- 4) una società di partecipazione finanziaria mista»³⁰.

In secondo luogo, assurgono a condizione indispensabile anche i requisiti di 'intersettorialità' e 'significatività' così come previsti nell'art. 3, lett. *d)* - *e)*, del decreto in esame.

Tali requisiti, a ben vedere, sono talmente interconnessi ed interdipendenti fra di loro da costituire un *unicum* sia per la verifica che per l'efficacia dei precetti normativi richiamati³¹, ferma in ogni caso la presunzione di 'significativà sistemica' di cui all'art. 3 quarto comma.

²⁸ Rinviano a quanto brevemente accennato *sub* nota 25 relativamente alla definizione di 'impresa di assicurazione', per 'impresa di riassicurazione' si intende la «società autorizzata all'esercizio della sola riassicurazione, diversa da un'impresa di assicurazione o da un'impresa di assicurazione extracomunitaria, la cui attività principale consiste nell'accettare rischi ceduti da un'impresa di assicurazione, da un'impresa di assicurazione avente sede legale in uno Stato terzo, o da altre imprese di riassicurazione» (art. 1, primo comma, lettera *cc*) del d. lgs. 209/05), mentre per 'società di partecipazione assicurativa' la «società controllante il cui unico o principale oggetto consiste nell'assunzione di partecipazioni di controllo, nonché nella gestione e valorizzazione di tali partecipazioni, se le imprese controllate sono esclusivamente o principalmente imprese di assicurazione, imprese di riassicurazione, imprese di assicurazione o di riassicurazione extracomunitarie, sempre che almeno una di esse sia un'impresa di assicurazione o un'impresa di riassicurazione avente sede legale nel territorio della Repubblica e che non sia una impresa di partecipazione finanziaria mista secondo le rilevanti disposizioni dell'ordinamento comunitario sulla vigilanza supplementare delle imprese appartenenti ad un conglomerato finanziario» (art. 1, primo comma, lettera *aa*) del d. lgs. 209/05).

²⁹ L'art. 1, par. 5, della direttiva 2000/12/CE (così come l'art. 4, par. 1, n. 5 della direttiva di rifusione 2006/48/CE) statuisce letteralmente: «ente finanziario: un'impresa diversa da un ente creditizio la cui attività principale consiste nell'assunzione di partecipazioni o nell'esercizio di una o più delle attività di cui ai punti da 2 a 12 dell'elenco di cui all'allegato I» cioè nell'attività di: [...] 2. Operazioni di prestito (in particolare: credito al consumo, credito con garanzia ipotecaria, factoring, cessioni di credito pro soluto e pro solvendo, credito commerciale - compreso il forfaiting -); 3. Leasing finanziario; 4. Servizi di pagamento; 5. Emissione e gestione di mezzi di pagamento (carte di credito, travellers cheque, lettere di credito); 6. Rilascio di garanzie e di impegni di firma; 7. Operazioni per proprio conto o per conto della clientela in: a) strumenti di mercato monetario (assegna, cambiali, certificati di deposito, ecc.), b) cambi, c) strumenti finanziari a termine e opzioni, d) contratti su tassi di cambio e tassi d'interesse, e) valori mobiliari; 8. Partecipazioni alle emissioni di titoli e prestazioni di servizi connessi; 9. Consulenza alle imprese in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse e consulenza nonché servizi nel campo delle concentrazioni e della rilevazione di imprese; 10. Servizi di intermediazione finanziaria del tipo money broking; 11. Gestione o consulenza nella gestione dei patrimoni; 12. Custodia e amministrazione di valori mobiliari [...].

³⁰ È lo stesso decreto, all'art. 1 primo comma lett. *v)*, a fornire la definizione di società di partecipazione finanziaria mista: essa è «un'impresa madre, diversa da un'impresa regolamentata, che insieme con le sue imprese figlie, di cui almeno una sia un'impresa regolamentata con sede principale nell'Unione europea, e con altre imprese costituisca un conglomerato finanziario».

³¹ Difatti, ai fini dell'individuazione del grado di «intersettorialità del gruppo anzitutto è necessario trovare il rapporto tra la sommatoria dei totali dello stato patrimoniale delle imprese operanti in ciascuno dei settori finanziari (assicurativo, bancario, dei servizi di investimento) e la sommatoria dei to-

Infine, il legislatore ha definito anche la soglia dimensionale per cui le attività di un gruppo di imprese sono da considerarsi principalmente di ‘carattere finanziario’ ai sensi dell’art. 3, primo comma, lett. c)³²: ciò avviene «se il rapporto tra il totale dello stato patrimoniale delle imprese, regolamentate o meno, operanti nel settore finanziario e appartenenti al gruppo e il totale dello stato patrimoniale del gruppo nel suo complesso è superiore al 40 per cento».

Riassumendo quanto previamente esposto, viene in rilievo che si può «avere un conglomerato in presenza di almeno due imprese; delle quali almeno una regolamentata e l’altra appartenente al settore finanziario, collegate tra di loro da uno dei legami rilevanti»³³.

Relativamente al momento genetico del conglomerato finanziario, l’art. 4 del d. lgs. 142/05 stabilisce le competenze ed il procedimento d’individuazione cui debbono attenersi le autorità competenti, con la doverosa ulteriore precisazione che tale procedimento, nei limiti giurisdizionali interni ed in quanto atto amministrativo, è regolato dalla l. 241/90 e trova (quando non effettuato d’ufficio) il suo presupposto operativo nelle segnalazioni di ‘raggruppamenti’ sancite dalle normative di settore³⁴.

Con riferimento alla struttura del sistema finanziario³⁵ ed assicurativo³⁶ al 31 dicembre 2010, così come categorizzata nelle tavole in ap-

tali dello stato patrimoniale di tutte le imprese finanziarie del gruppo. Poi bisogna calcolare il rapporto tra la sommatoria dei requisiti di solvibilità delle imprese operanti sempre in ognuno degli anzidetti settori (assicurativo, bancario, dei servizi di investimento) con la sommatoria dei requisiti di solvibilità di tutte le imprese finanziarie del gruppo. Se la media aritmetica dei due rapporti supera il 10 per cento, l’attività c.d. cross-sector è considerata significativa e allora il gruppo può essere qualificato come conglomerato finanziario». Si v. BROZZETTI, *op. cit.*, p. 131.

³² La norma cui si fa rinvio prevede il caso in cui a capo del gruppo di imprese costituenti un conglomerato finanziario non vi sia un’impresa regolamentata: qualora ciò accada, ed affinché la normativa in esame possa trovare applicazione, le attività del gruppo debbono svolgersi principalmente nel settore finanziario. In dottrina, relativamente all’esperienza empirica italiana, è stato comunque evidenziato il carattere residuale di tale fattispecie. Cfr. BROZZETTI, *op. cit.*, p. 116.

³³ Cit. TROIANO, *op. cit.*, pp. 105-106.

³⁴ Più precisamente: I) per il *gruppo bancario*, le norme di cui agli artt. 60 e ss. del TUB nonché le previsioni di cui al Tit. I, Cap. 3 delle *Istruzioni di Vigilanza per le banche* contenute della circolare Banca d’Italia n. 229 del 21 aprile 1999; II) per il *gruppo di SIM*, le norme di cui agli artt. 11 e 12 del d. lgs. 58/98 e del Tit. IV del *Regolamento della Banca d’Italia in materia di Vigilanza prudenziale per le SIM* del 24 ottobre 2007; III) per il *gruppo assicurativo*, le norme di cui all’art. 85 del d. lgs. 209/05 e del Tit. III del *Regolamento concernente il gruppo assicurativo di cui al Titolo VII (assetto proprietari e gruppo assicurativo), Capo IV (gruppo assicurativo) del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle Assicurazioni Private* del 20 febbraio 2008, n. 15.

³⁵ Si veda la *Relazione annuale* di Banca d’Italia presentata all’*Assemblea ordinaria dei partecipanti 2010* del 31 maggio 2011, Tav. 16.1, pag. 199 (in appendice, *Tavola I.*), nella quale, *inter alia*, si rileva il ridimensionamento (anche in forza delle incorporazioni/fusioni) dell’intero sistema in quanto «gli sportelli sono diminuiti da 34.036 a 33.640, principalmente a seguito della chiusura di 415 dipendenze da parte dei tre principali gruppi bancari. Il numero medio di abitanti per sportello è di 1.794 (1.486 al

pendice, in data 15 luglio 2011 la Banca d'Italia, l'ISVAP e la CONSOB, in forza dell'accordo di coordinamento sottoscritto il 31 marzo 2006, hanno provveduto ad aggiornare ed a comunicare l'elenco dei conglomerati finanziari italiani che attualmente risultano essere:

Conglomerato	Settore prevalente	Autorità coordinatrice
Azimut (*)	Bancario/finanziario	Banca d'Italia
Carige	Bancario/finanziario	Banca d'Italia
Generali	Assicurativo	ISVAP
Intesa Sanpaolo	Bancario/finanziario	Banca d'Italia
Mediolanum	Assicurativo	ISVAP
Unipol	Assicurativo	ISVAP

Il gruppo Azimut, per quanto riguarda il settore assicurativo, comprende unicamente imprese con sede in Irlanda e, come tali, non soggette a vigilanza da parte dell'ISVAP.

1.3 Le finalità della vigilanza supplementare

Dopo aver delineato, nei tratti minimi, le caratteristiche costitutive e strutturali di un conglomerato finanziario, è necessario provvedere alla trattazione del concetto di 'vigilanza supplementare' per comprenderne l'ambito soggettivo di applicazione nonché le finalità sottese³⁷.

Centro Nord e 2.948 nel Mezzogiorno), a fronte di una media europea di 2.131 alla fine del 2009; il sistema bancario italiano è caratterizzato da un numero di abitanti per sportello superiore a quelli di Spagna (1.034) e Francia (1.676) e inferiore a quello tedesco (2.077). Alla fine del 2010 erano quotati in borsa 24 tra gruppi e banche individuali, uno in meno rispetto all'anno precedente. Tra i primi 20 gruppi per attivo consolidato, 8 non erano quotati in borsa. I gruppi e le banche quotati detenevano il 63,9 per cento dell'attivo del sistema (64,3 per cento nel 2009); 7 di questi sono banche popolari». Si veda anche la Tav. a16.1 contenuta nell'*Appendice alla Relazione annuale 2010* di cui *supra* riportante la specificazione per i gruppi (Tavola II. nella presente appendice).

³⁶ Si veda altresì la *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2010* dell'ISVAP del 09 giugno 2011, Tav. 1, pag. 129. Così come accaduto nel settore bancario/finanziario, fin dalle prime pagine viene evidenziato il ridimensionamento subito anche dal settore assicurativo.

³⁷ A livello cronologico, la prima regolamentazione organica concernente la vigilanza supplementare su di un gruppo – seppur nell'esclusiva cerchia del gruppo assicurativo – era stata effettuata dalla direttiva 98/78/CE recepita nel nostro ordinamento in forza del d. lgs. 239/01: essa prevedeva esplicitamente l'applicazione di un criterio di solvibilità 'corretta', del principio dello scambio di informazioni utili tra i soggetti appartenenti al gruppo assicurativo (e fra costoro e l'autorità di vigilanza), l'individuazione delle operazioni infragruppo. Cfr. ANTONINI, *La direttiva 98/78/CE in tema di vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo e la sua attuazione nel diritto italiano* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, n. 1, Milano, 2003, p. 6 ss.

Inoltre, in seno all'*home country control*, in dottrina vi è stato chi ha posto l'accento sull'incisività del fenomeno regolamentare dell'attività assicurativa, concludendo che la maggior tutela per l'utenza assicurativa rispetto alla generalità dei consumatori è da ricondursi non tanto al fattore 'operativo' (i.e. inversione delle fasi del ciclo produttivo che determina un sfasamento temporale del sinallagma fra prestazione e controprestazione), quanto piuttosto al dettato dell'art. 47 della Costituzione in forza del quale la Repubblica tutela ed incoraggia il risparmio nonché disciplina, coordina e

L'art. 1, lettera *ff*) del decreto legislativo 142/05 definisce «vigilanza supplementare a livello di conglomerato: la vigilanza ulteriore, rispetto a quella prevista da ogni ordinamento nazionale di settore, che si effettua considerando unitariamente il conglomerato finanziario, ai fini stabiliti all'articolo 2, comma 1».

Quest'ultima norma, poi, stigmatizza che «la vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate appartenenti a un conglomerato finanziario ha per scopo la salvaguardia della stabilità del conglomerato nel suo complesso e delle imprese, regolamentate e non, che ne fanno parte, nonché la prevenzione degli effetti destabilizzanti sul sistema finanziario derivanti dalle difficoltà finanziarie delle imprese appartenenti a un conglomerato finanziario».

Il primo aspetto che interessa, quindi, è il carattere 'ulteriore' della vigilanza supplementare; con tale terminologia il legislatore ha voluto specificare il suo carattere *aggiuntivo* rispetto alle normative di settore, le quali, come si è detto, conservano appieno la loro efficacia³⁸.

A riprova di ciò, si nota infatti che l'art. 5 secondo comma del decreto non spoglia le varie autorità di vigilanza delle loro attribuzioni riconosciute normativamente, ma anzi ne salvaguarda le funzioni³⁹.

Se dunque la peculiarità della vigilanza supplementare va ricercata nel suo carattere 'aggiuntivo', l'individuazione delle sue finalità rappresenta ulteriore elemento da attenzionare: la norma, infatti, prevede che essa abbia come fine precipuo la stabilità (interna) del conglomerato finanziario, e, specularmente, dell'intero sistema finanziario (esterno)⁴⁰.

controlla l'esercizio del credito (norma da troppo tempo 'oggetto di una fuorviante visione bancocentrica': così DESIDERIO, *La vigilanza sui conglomerati finanziari. Attività assicurativa e conglomerati finanziari in Banche, vigilanza e dintorni*, Pisa, 2002, p. 90 ss.).

³⁸ Per un maggiore rigore scientifico, si v. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, p. 338 ss. In chiave critica, invece, TROIANO, *op. cit.*, p. 133 ss., in cui l'Autore pone la problematica dell'esistenza o meno della una dimensione di interrelazione (o di piani operativi del tutto distinti) della vigilanza supplementare con le forme di vigilanza settoriali già presenti nel nostro ordinamento.

³⁹ Più precisamente: «la presenza di un coordinatore con compiti specifici in materia di vigilanza supplementare lascia impregiudicati i compiti e le responsabilità attribuite alle autorità competenti ai sensi delle norme settoriali». Sul ruolo del coordinatore si dirà più approfonditamente nelle pagine seguenti.

⁴⁰ La *ratio* alla base del provvedimento del legislatore comunitario prima, ed italiano poi, è quella contenuta nel secondo e terzo considerando della direttiva 2002/87/CE, già richiamati *sub* note 4 e 5.

Tuttavia, deve espressamente essere menzionata a tal proposito la seconda parte del secondo considerando della direttiva «alcuni di questi conglomerati sono tra i più grandi gruppi finanziari operanti sui mercati finanziari e offrono i loro servizi su scala mondiale. Qualora questi conglomerati, e in particolare gli enti creditizi, le imprese di investimento e le imprese di assicurazione che ne fanno parte, dovessero incontrare difficoltà finanziarie, ne deriverebbero gravi effetti destabilizzanti sul sistema fi-

Muovendo dalla consapevolezza che della ‘conglomerazione finanziaria’ possano far parte anche imprese non regolamentate, ovvero non finanziarie (e quindi non sottoposte a vigilanza), la portata innovativa - ma a ben vedere corollario dei principi espressi - dell’art. 2 primo comma del decreto consiste precipuamente nell’assoggettare a vigilanza supplementare le imprese non regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario.⁴¹

In definitiva si può affermare che il legislatore ha avuto coscienza del rapporto osmotico (*rectius* ‘di contagio’) intercorrente fra le (singole) imprese componenti un conglomerato finanziario, delle dimensioni (rilevanti ed assai estese) di ciascuno di essi nonché della inevitabile interdipendenza del mercato finanziario (anche globale) con questa entità, rendendo quanto più effettiva ed efficace possibile la supervisione di questo fenomeno ed estendendo la competenza delle autorità di vigilanza in forza di molteplici legami giuridici e/o economici.

Da un punto di vista soggettivo, i legittimati attivi a porre in essere la vigilanza supplementare sono le Autorità competenti⁴² mentre legittimati passivi sottoposti a vigilanza supplementare sono le imprese rego-

nanziario con conseguenze negative per i possessori di depositi bancari, i titolari di polizze assicurative e gli investitori».

Per cogliere la portata e la significatività di tale tipo di vigilanza, seppur con riferimento a due lustri fa, nonché per avere una compiuta analisi degli assetti proprietari e dei risvolti di questi ultimi sui mercati finanziari in chiave storica, GROS-PIETRO - REVIGLIO - TORRISI, *Assetti proprietari e mercati finanziari europei* in *Studi e ricerche*, Bologna, 2001, p. 203 ss.

⁴¹ In dettaglio, anche con riferimento alle innovazioni di disciplina apportate dall’art. 7 del d. lgs. 13 agosto 2010 n. 141 (il quale ha sostituito - riscrivendoli profondamente - gli artt. 106 e 107 del TUB e fermo il progressivo esaurimento degli intermediari non regolamentati di cui alle previgenti norme), rientrano esemplificativamente in tale casistica le società finanziarie e strumentali di cui all’art. 59 lett. b) e c) del TUB nonché le società strumentali appartenenti ad un gruppo assicurativo. Tali società, ad ogni buon conto, non risultano completamente al di fuori di qualsiasi forma di vigilanza, trovando applicazione, per esempio, la vigilanza prudenziale nella fattispecie di operazioni infragruppo; in tal senso, BROZZETTI, *Il sistema di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari nel d.lgs. n. 142 del 2005* in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, n. 3, p. 414 ss

⁴² Ai sensi dell’art. 1 lett. z) esse sono «le autorità nazionali dei Paesi dell’Unione europea preposte, in forza di legge o regolamento, all’esercizio della vigilanza sulle banche, sugli IMEL, sulle imprese di assicurazione, sulle imprese di investimento, sia a livello di singola impresa che di gruppo». La norma continua specificando inoltre che le autorità competenti rilevanti sono «1) le autorità competenti dei Paesi dell’Unione europea preposte all’esercizio della vigilanza settoriale a livello di gruppo su qualsiasi impresa regolamentata appartenente ad un conglomerato finanziario; 2) il coordinatore se diverso dalle autorità di cui al numero 1; 3) le altre autorità competenti interessate, se ritenuto necessario dalle autorità di cui ai numeri 1 e 2; queste ultime tengono conto, in particolare, della quota di mercato delle imprese regolamentate del conglomerato in altri Stati comunitari, specie se essa supera il 5 per cento, e dell’importanza all’interno del conglomerato di qualsiasi impresa regolamentata che abbia sede in un altro Stato membro».

lamentate, e quindi: a) le banche, b) le imprese di assicurazioni, c) le SIM, d) gli IMEL.

La legge, inoltre, specifica che tale attività viene esercitata *anche* nei confronti di imprese regolamentate «a) a capo di un conglomerato finanziario; b) la cui impresa madre è una società di partecipazione finanziaria mista con sede principale nell'Unione europea; c) che sono legate ad un'altra impresa del settore finanziario da una relazione, diversa dal controllo, che comporti l'assoggettamento a direzione unitaria in virtù di accordi o per effetto della quale gli organi di amministrazione, direzione e controllo sono costituiti in maggioranza dalle stesse persone»⁴³.

A livello sistematico occorre però precisare che «le imprese regolamentate che non rientrano nel campo di applicazione della vigilanza supplementare di cui all'articolo 2, comma 2, e la cui impresa madre sia un'impresa regolamentata o una società di partecipazione finanziaria mista con sede principale in un Paese non appartenente all'Unione europea sono sottoposte a vigilanza supplementare secondo i limiti e le modalità indicate [...]» nell'art. 15 del decreto legislativo 142/05, e quindi sottoposte alla normativa del decreto in esame oppure a metodi alternativi di vigilanza supplementare⁴⁴.

Inoltre, è da notare che nonostante l'art. 1 primo comma lettera *m*) del decreto non ricomprenda, nel settore finanziario⁴⁵, le società di gestione patrimoniale⁴⁶ inserite nell'alveo di un conglomerato finanziario, la vigilanza supplementare viene estesa anche a quest'ultime in forza dell'art. 2, sesto comma, del medesimo decreto.⁴⁷

⁴³ Si veda al riguardo l'art. 2 secondo comma del decreto. In merito alla norma di cui alla lettera a), la migliore dottrina ha rilevato come essa sia del tutto superflua. In dottrina TROIANO, *op. cit.*, p. 148 il quale richiama l'osservazione analoga di BROZZETTI, *ult. op. cit.*, p. 401, nota 17.

⁴⁴ La fattispecie, si ribadisce, viene a concretizzarsi solamente quando le suddette imprese non sono sottoposte a forme di vigilanza *equivalenti* da parte dell'autorità competente di un Paese non UE.

⁴⁵ Si veda quanto già detto in proposito a p. 11.

⁴⁶ Definite, ai sensi dell'art. 1, primo comma, lett. *h*), del decreto, come le «società di gestione di cui all'articolo 1, comma 1, lettere o) e o-bis), del TUF» e quindi, rispettivamente, «o) “società di gestione del risparmio” (Sgr): la società per azioni con sede legale e direzione generale in Italia autorizzata a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio; o-bis) “società di gestione armonizzata”: la società con sede legale e direzione generale in uno Stato membro diverso dall'Italia, autorizzata ai sensi della direttiva in materia di organismi di investimento collettivo, a prestare il servizio di gestione collettiva del risparmio».

⁴⁷ La previsione legislativa di cui all'art. 2 sesto comma del decreto stabilisce letteralmente che «le società di gestione patrimoniale inserite in un gruppo individuato come un conglomerato finanziario, ai sensi dell'articolo 3, rientrano nell'ambito di applicazione della vigilanza supplementare ai sensi del presente decreto».

Infine, quale norma generale che corrobora la finalità di ampia supervisione, l'art. 2 del decreto suddetto al comma quarto asserisce che «nel caso di soggetti che detengono partecipazioni o esercitano un'influenza notevole senza detenere partecipazioni o altri legami finanziari in una o più imprese regolamentate che non costituiscono un conglomerato finanziario, le autorità competenti rilevanti, di comune accordo, determinano se e in che misura debba essere esercitata la vigilanza supplementare su tali imprese regolamentate, come se costituissero un conglomerato finanziario. Per l'esercizio di tale vigilanza occorre che siano soddisfatte le condizioni di cui all'articolo 3, comma 1, lettere d) ed e)». ⁴⁸

⁴⁸ In dottrina TROIANO, *op. cit.*, p. 153 ss., il quale afferma che il carattere generale di tale norma si presta ad (una falsa) enfaticizzazione; difatti l'estensione dell'attività di vigilanza non potrebbe risultare discrezionale poiché devono sussistere contemporaneamente sia il requisito del comune accordo tra le autorità preposte, sia il requisito di differenziazione e significatività.

CAPITOLO II - LE MISURE DI VIGILANZA SUPPLEMENTARE

2.1 *L'adeguatezza patrimoniale*

L'analisi finora svolta ha tracciato gli assetti soggettivi e normativamente più rilevanti del fenomeno della 'conglomerazione finanziaria' alla luce della disciplina nazionale.

Il decreto legislativo 142/05 prevede anche le misure tecniche di vigilanza supplementare finalizzate ad evitare situazioni di *double gearing*, *capital leveraging* ed *arbitraggi regolamentari* sotto il duplice profilo, sia della salvaguardia della stabilità del conglomerato nel suo complesso (e delle imprese regolamentate - e non - che ne fanno parte), sia della prevenzione degli effetti destabilizzanti sul sistema finanziario.

In primo luogo, la misura cardine di vigilanza è rappresentata dal requisito dell'adeguatezza patrimoniale supplementare⁴⁹, da individuarsi alla stregua di uno dei seguenti metodi di calcolo: a) il *consolidamento contabile*; oppure, b) il metodo della *deduzione ed aggregazione*; in alternativa, c) il metodo della *deduzione del valore contabile della partecipazione [e] del requisito di solvibilità*; altrimenti, d) la *combinazione dei metodi precedenti* con il consenso delle autorità competenti.

La solvibilità e l'adeguatezza patrimoniale, difatti, sono fattori di riferimento nella regolamentazione prudenziale degli intermediari finanziari.⁵⁰

⁴⁹ Il Capo III del decreto, intitolato 'Posizione finanziaria', si apre difatti con l'art. 7 che detta la disciplina relativa ai requisiti di adeguatezza patrimoniale supplementare.

⁵⁰ In proposito, relativamente al settore bancario, si vedano le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" di Banca d'Italia, in cui, al Tit. I, Cap. 2, è espressamente stabilito che «la disciplina sul patrimonio delle banche riveste un ruolo centrale nella normativa di vigilanza. Il patrimonio rappresenta infatti il primo presidio a fronte dei rischi connessi con la complessiva attività bancaria. Un livello di patrimonializzazione adeguato consente al banchiere di esprimere con i necessari margini di autonomia la propria vocazione imprenditoriale e nel contempo di preservare la stabilità della banca. Il patrimonio, inoltre, costituisce il principale parametro di riferimento per le valutazioni dell'autorità di vigilanza in merito alla solidità delle banche. Su di esso sono fondati i più importanti strumenti di vigilanza prudenziale (requisiti patrimoniali e regole sulla concentrazione dei rischi)».

Per il settore assicurativo invece si veda il provvedimento ISVAP intitolato "Disposizioni in materia di calcolo della solvibilità corretta di un'impresa di assicurazione e di verifica della solvibilità della relativa controllante, in attuazione del decreto legislativo 17 aprile 2001, n. 239, relativo alla vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo assicurativo" ed i relativi provvedimenti di aggiornamento dimensionale delle soglie.

Per le SIM, si veda il Tit. II del già citato *Regolamento della Banca d'Italia in materia di Vigilanza prudenziale per le SIM* del 24 ottobre 2007.

Inoltre, limitatamente al settore creditizio e delle attività e dei servizi di investimento, ulteriore elemento di rigore - a riprova di quanto sopra - è fornito dall'introduzione (a far data dal 2008) del processo interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale (ICAAP).⁵¹

Tornando all'esame delle misure di vigilanza, l'adeguatezza patrimoniale supplementare può ritenersi rispettata se (alternativamente):

a) secondo il metodo del *consolidamento contabile*, presi i conti consolidati delle imprese regolamentate⁵² facenti parte del conglomerato finanziario, non risulta negativo il valore della differenza tra i fondi propri del conglomerato finanziario calcolati sulla base della posizione consolidata del gruppo (e stabiliti dalle rispettive norme settoriali) e la som-

In dottrina, per una prima riflessione sulle implicazioni dirette della vigilanza supplementare a livello patrimoniale, si veda NATALE, *Forme di copertura del margine di solvibilità e passività subordinate nelle imprese di assicurazione* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, n. 1, p. 45 ss. in cui l'Autore, esaminando l'ammontare complessivo e la tipologia delle passività del settore bancario e del settore assicurativo rispetto ai relativi patrimoni di vigilanza (di riferimento), giungeva alla conclusione, rivelatasi fondata, che si stava innescando un *trend* al ricorso di emissione di capitale ibrido.

Tuttavia, le successive normative di settore hanno profondamente innovato la disciplina originaria, implicando una sempre più puntuale valorizzazione e gestione dei rischi: si veda in proposito, come meglio esplicitato nella *Tavola V.* in appendice, l'innalzamento progressivo della percentuale di *common equity* a partire dal primo gennaio 2013, l'introduzione del *capital conservation buffer* per fronteggiare i periodi di tensione, etc.).

⁵¹ Il processo di controllo integrato (che costituisce il *Pillar II* dell'accordo Basilea 2) si fonda su una struttura bifasica: l'*Internal Capital Adequacy Assessment Process*, interno alle imprese e con il quale queste ultime valutano la propria adeguatezza patrimoniale, attuale e prospettica, in relazione ai rischi assunti ed alle strategie aziendali; il *Supervisory Review and Evaluation Process*, riservato all'Autorità di Vigilanza con cui si esamina/valuta l'ICAAP ed eventualmente attivano misure correttive (*amplius*, anche con riferimento alla *corporate governance*, OCCHILUPO, *Vigilanza supplementare e controlli interni nei conglomerati finanziari* in *Banca Impresa Società*, 2008, n. 2, p. 268 ss).

Tale processo, a ben vedere, rappresenta la sintesi di due misure di vigilanza: i controlli interi (di cui si dirà a breve) ed il requisito di adeguatezza patrimoniale.

⁵² Per le imprese non regolamentate operanti nel settore finanziario non incluse nei predetti calcoli dei requisiti di solvibilità settoriali, si calcola un requisito di solvibilità teorico. Quest'ultimo, ai sensi dei principi tecnici riportati nell'allegato al decreto, consiste nel «requisito patrimoniale [...] delle pertinenti norme settoriali qualora si trattasse di un'impresa regolamentata operante nel settore finanziario interessato». Inoltre, nel caso delle società di gestione patrimoniale, per requisito di solvibilità si intende il «requisito patrimoniale di cui all'articolo 5-bis, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 85/611/CEE» (abrogata a far data dal 10 luglio 2011 dall'art. 117 della Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 13 luglio 2009, pubblicata in *Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea* n. 302 del 17.11.2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM). Il riferimento è ora da farsi all'art. 7 primo paragrafo lett. a) di quest'ultima direttiva secondo cui la società di gestione deve disporre di un capitale iniziale pari almeno ad € 125.000, fermo restando che quando il valore dei portafogli gestiti supera € 250.000.000 essa deve disporre di fondi propri aggiuntivi il cui importo è pari allo 0,02% del valore dei portafogli gestiti. Tuttavia, il totale richiesto del capitale iniziale e dell'importo aggiuntivo non deve superare € 10.000.000).

Il requisito di solvibilità teorico di una *società di partecipazione finanziaria mista* invece è calcolato in base alle norme settoriali del settore finanziario di maggiori dimensioni nel conglomerato finanziario.

- ma dei requisiti di solvibilità per ogni settore finanziario rappresentato nel gruppo (calcolati conformemente alle rispettive norme settoriali);⁵³
- b) secondo il metodo della *deduzione ed aggregazione*, presi i conti delle singole imprese regolamentate, non risulta negativo il valore della differenza tra la somma dei fondi propri di ciascuna impresa, regolamentata o meno, operante nel settore finanziario, appartenente al conglomerato finanziario (stabiliti dalle rispettive norme settoriali) e la somma dei requisiti di solvibilità di ciascuna impresa regolamentata e non regolamentata, operante nel settore finanziario, appartenente al gruppo (calcolati in conformità delle rispettive norme settoriali), unitamente al valore contabile delle partecipazioni in altre imprese del gruppo;⁵⁴
- c) secondo il metodo della *deduzione del valore contabile della partecipazione [e] del requisito di solvibilità*, presi i conti delle singole imprese regolamentate, non risulta negativo il valore della differenza tra i fondi propri dell'impresa madre o dell'impresa a capo del conglomerato finanziario (stabiliti dalle rispettive norme settoriali) e la somma del requisito di solvibilità dell'impresa madre o della capogruppo e del valore più alto tra il valore contabile della partecipazione della predetta in altre imprese del gruppo e il requisito di solvibilità di tali imprese;⁵⁵

⁵³ Il metodo del consolidamento contabile è stato ritenuto il più idoneo ai fini del calcolo del requisito di adeguatezza patrimoniale supplementare per i conglomerati finanziari poiché, ai sensi dell'Accordo di coordinamento in materia di identificazione e adeguatezza patrimoniale dei conglomerati finanziari sottoscritto in data 31 marzo 2006 da Banca d'Italia ed ISVAP, «consente di eliminare il 'computo plurimo' del patrimonio, cioè l'utilizzo, ai fini delle discipline prudenziali di settore, dei medesimi fondi patrimoniali per fronteggiare i rischi di più di un'impresa appartenente al conglomerato; permette, attraverso l'eliminazione automatica dei rapporti reciproci tra le proprie componenti, una rappresentazione contabile del conglomerato inteso come un'unica unità che si rapporta ai terzi e per tale via di limitare la costituzione di fondi propri mediante operazioni interne al gruppo; consente di cogliere realtà che, anche se molto articolate dal punto di vista dell'organizzazione del gruppo e caratterizzate dalla presenza di profili di rischio eterogenei, si configurano dal punto di vista economico come un'unità singola; è coerente con l'evoluzione della disciplina contabile italiana e con l'adozione degli IAS/IFRS anche a livello comunitario a partire dai bilanci che fanno riferimento all'esercizio 2005».

Successivamente, con circolare 21 dicembre 2007, la Banca d'Italia ha emanato il modello del prospetto dimostrativo dell'adeguatezza patrimoniale secondo il metodo del consolidamento contabile (si veda la *Tavola IV*, in appendice).

⁵⁴ Nel calcolo si tiene conto della quota proporzionale detenuta dall'impresa madre o da un'impresa che detiene una partecipazione in un'altra impresa del gruppo. Per «quota proporzionale» si intende la quota del capitale sottoscritto, detenuta direttamente o indirettamente da tale impresa.

Per le imprese non regolamentate operanti nel settore finanziario si calcola un requisito di solvibilità teorico conformemente a quanto già esplicitato *sub* nota 52; inoltre si tiene conto dei fondi propri e dei requisiti di solvibilità ai fini del calcolo della loro quota proporzionale, conformemente a quanto previsto dei principi tecnici dell'allegato al decreto.

⁵⁵ Anche in questo metodo si tiene conto dei requisiti di solvibilità (effettivo o teorico) delle imprese ai fini del calcolo della loro quota proporzionale conformemente a quanto previsto dei principi tecnici dell'allegato al decreto.

d) secondo la *combinazione dei metodi*, le autorità consentano la combinazione di due, oppure di tutti, i criteri precedentemente esposti sub lettere a), b), c).

In dottrina, è stato osservato che a livello europeo le Autorità competenti tendono prevalentemente ad adottare il modello del *consolidamento contabile* poiché quest'ultimo presenta la caratteristica di eliminare automaticamente ogni problema di *double gearing*⁵⁶.

2.2 La concentrazione dei rischi e le operazioni intragruppo

Ulteriore mezzo normativo previsto come misura di vigilanza supplementare è il controllo sulla concentrazione dei rischi e sulle operazioni intragruppo⁵⁷.

L'art. 1 primo comma lett. *dd*) del decreto definisce quali concentrazioni di rischi «tutte le esposizioni con un rischio di perdita potenziale per le imprese appartenenti a uno stesso conglomerato finanziario, di portata tale da compromettere la solvibilità o la posizione finanziaria generale del-

Per valutare gli elementi ammessi al calcolo dei requisiti dell'adeguatezza patrimoniale supplementare, le partecipazioni sono valutate secondo il metodo dell'equivalenza conformemente alla facoltà prevista all'articolo 59, paragrafo 2, lettera *b*), della direttiva 78/660/CEE (il quale, a seguito della modifica apportata dall'art. 1 della Direttiva 2001/65/CE, ora prevede che «la partecipazione è iscritta nello stato patrimoniale per l'importo corrispondente alla frazione del patrimonio netto rappresentata da tale partecipazione. La differenza tra tale importo e il valore contabile [...] è menzionata a parte nello stato patrimoniale o nell'allegato. Tale differenza è calcolata alla data in cui il metodo viene applicato per la prima volta».

⁵⁶ In tal senso, PICHLER, *I conglomerati finanziari: profili gestionali e di regolamentazione*, Milano, 2008, p. 199 ss. l'Autore individua anche la possibilità, qualora vi siano imprese non regolamentate nel conglomerato, di prevedere degli aggiustamenti particolari, a fini prudenziali, per il suddetto metodo di calcolo.

Inoltre, il medesimo Autore attribuisce al metodo della deduzione ed aggregazione la peculiarità di 'individuazione informativa' più precisa sui componenti del gruppo poiché costruito sui singoli bilanci societari (ma con il difetto di dover provvedere all'eliminazione del *double gearing*).

Infine, PICHLER ritiene che il metodo della deduzione del valore contabile della partecipazione [e] del requisito di solvibilità sia piuttosto semplicistico, poiché basato sulla posizione della capogruppo senza attenzionare il patrimonio delle imprese sussidiarie. Ciò comporta anche una differenza di risultato a seconda che la capogruppo sia una banca o un'assicurazione.

Ad ogni buon conto, quale che sia il metodo di calcolo, i principi tecnici contenuti nell'allegato al decreto dispongono (salve specifiche eccezioni) che: I) eventuali deficit di imprese figlie rispetto ai requisiti di adeguatezza patrimoniale vadano considerati per intero ai fini del computo, II) non venga consentita alcuna forma di *multiple gearing*, III) i requisiti di solvibilità per ognuno dei diversi settori finanziari di un conglomerato finanziario siano coperti da elementi dei fondi propri conformemente alle corrispondenti norme settoriali.

⁵⁷ Cfr. TROIANO, *op. cit.*, p. 226; ed anche BROZZETTI, *ult. op. cit.*, p. 438, la quale ha opportunamente rilevato che trattasi di una 'misura iniziale', in vista di ulteriori interventi *ratione materiae* del legislatore comunitario e quindi nazionale.

le imprese regolamentate appartenenti al conglomerato; tali esposizioni possono essere dovute a rischio di credito/controparte, rischio di investimento, rischio assicurativo, rischio di mercato, altri rischi oppure ad una combinazione o interazione dei rischi precedenti».

In merito, ribadito che l'intermediazione finanziaria nei suoi tre settori di riferimento gode già di normative a ciò finalizzate, la *ratio* cui soggiace questa misura di vigilanza va ricercata nel fatto che l'articolazione eterogenea aumenta le forme di concentrazione del rischio verso le stesse controparti del conglomerato, nonché la possibilità di porre in essere transazioni infragruppo.⁵⁸

Proprio in funzione della moltitudine delle possibilità di 'perdite potenziali' la supervisione sui conglomerati finanziari, con la suddetta forma di vigilanza, trova la sua più vasta estensione oggettiva.⁵⁹

Tuttavia, se da un verso abbiamo (potenzialmente) un ambito applicativo così vasto, dall'altro si deve riscontrare l'assenza di una adeguata correlazione casistica da parte della normativa: prova ne sono le generiche previsioni di cui all'art. 8 primo comma del decreto che impongono in capo alle imprese regolamentate ed alle società di partecipazione finanziaria mista solamente un obbligo informativo almeno annuale al verificarsi di ogni significativa concentrazione di rischi.

Un discorso analogo può altresì esser fatto nella fattispecie di operazioni infragruppo, definite dall'art. 1 primo comma lettera *cc*) del decreto come «tutte le operazioni in cui l'adempimento di un'obbligazione, contrattuale o di altra natura, dietro pagamento o a titolo gratuito, a favore delle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario dipende, direttamente o indirettamente, da altre imprese dello stesso gruppo o da qualsiasi persona fisica o giuridica legata alle imprese appartenenti a quel gruppo da stretti legami».

Anche per tali casistiche il legislatore ha imposto in capo alle imprese regolamentate ed alle società a partecipazione finanziaria mista un generico obbligo informativo almeno annuale.⁶⁰

⁵⁸ Così TROIANO, *op. cit.*, pag 225.

⁵⁹ A rigore, le perdite potenziali potrebbe scaturire da: a) rischio di credito, b) rischio di mercato/ALM (prezzo, tasso interesse, valutario, merci), c) rischio di liquidità, d) rischio tecnico-attuariale (assicurativo vita, assicurativo danni), e) rischio operativo, f) rischio di business, g) rischio reputazionale.

Per un'analisi puntuale, che prende comunque corpo dal *silo approach* (esame del singolo rischio) ma nell'ottica successiva dell'aggregazione dei rischi, si veda PICHLER, *op. cit.*, p. 211 ss.

Le due casistiche anzidette presentano poi un *iter* operativo del tutto analogo: il coordinatore, previa consultazione delle autorità competenti, ha il potere di individuare i rischi e le operazioni soggette a segnalazione in base alla struttura del gruppo e di gestione del rischio del conglomerato finanziario (art. 8 secondo comma ed art. 9 terzo comma del decreto); le informazioni necessarie vengono trasmesse al coordinatore dalla società regolamentata oppure dalla società a partecipazione finanziaria mista a capo del conglomerato – ovvero dalla società regolamentata previamente individuata dal coordinatore – (art. 8 terzo comma ed art. 9 quarto comma); infine, le autorità di vigilanza competenti rilevanti possono stipulare accordi di coordinamento volti a fissare limiti quantitativi relativamente alla concentrazione dei rischi nonché limiti quantitativi e qualitativi con riferimento alle operazioni infragruppo (art. 8 quarto comma ed art. 9 quinto comma).

2.3 *I controlli interni e procedure di gestione dei rischi*

Le misure di vigilanza supplementare contenute nell'art. 10 del decreto si focalizzano, invece, sui meccanismi di controllo interno e sui metodi di gestione del rischio⁶¹.

In dettaglio, le procedure di gestione del rischio si articolano in: *a)* un sano governo societario ed una sana gestione⁶² con l'approvazione e la

⁶⁰ In tal senso, l'art. 9 primo comma del decreto statuisce che «le imprese regolamentate o le società di partecipazione finanziaria mista riferiscono, a intervalli regolari e almeno con cadenza annuale, al coordinatore in merito alle operazioni intragruppo significative delle imprese regolamentate effettuate all'interno del conglomerato finanziario. La soglia di significatività è definita dal coordinatore, previa consultazione delle altre autorità competenti rilevanti e del conglomerato stesso, ponendo a base i fondi propri obbligatori o le riserve tecniche». In più, però, vi è da dire che la legge, nelle more dell'individuazione da parte del coordinatore della soglia di significatività, fissa in questo articolo un limite dimensionale: difatti si presumono in ogni caso significative le operazioni superiori al 5 per cento dell'importo totale dei requisiti di adeguatezza patrimoniale a livello di conglomerato.

⁶¹ Segnatamente, l'art. 10 primo comma del decreto suddetto obbliga le imprese regolamentate a porre «in essere nell'ambito del conglomerato finanziario e nel rispetto dei principi contenuti nei commi 2 e 3, adeguati meccanismi di controllo interno e procedure di gestione del rischio, comprese idonee procedure amministrative e contabili».

Ad ogni buon conto, vi è da dire che le disposizioni di settore hanno preso atto dell'importanza di tali presidi ai fini dell'assunzione e della gestione consapevole dei rischi (si vedano in proposito: per il settore assicurativo, Regolamento n. 20 del 26 marzo 2008 dell'ISVAP recante «Disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, compliance ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione, ai sensi degli articoli 87 e 191, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209»; per le SIM, il *Regolamento congiunto ai sensi dell'art. 6, comma 2-bis, del TUF* di Banca d'Italia e Consob del 29 ottobre 2007, parte seconda; per il settore bancario, *Istruzioni di vigilanza per le banche* contenute nella circolare Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, Tit. IV cap. XI).

revisione periodica delle strategie e delle politiche di rischio; b) opportune politiche di adeguatezza patrimoniale conformemente alle disposizioni dell'articolo 7 del decreto; c) procedure atte ad assicurare che i sistemi di monitoraggio e controllo dei rischi siano operativamente effettivi ed efficaci.⁶³

A livello conglomerale, a mio avviso, tali obblighi amplificano il rispetto dei principi cardine di *corporate governance*, *internal audit*, *risk management* e *compliance* e tenderebbero ad estenderli (a livello domestico mercé l'adozione del metodo del consolidamento contabile) anche alle imprese non regolamentate.

Specularmente, poi, i controlli interni devono prevedere: a) meccanismi adeguati per garantire una corretta valutazione dell'adeguatezza patrimoniale in relazione ai rischi materiali; b) valide procedure contabili e di segnalazione atte a rilevare e controllare le operazioni intragruppo e la concentrazione dei rischi.

Inoltre, «coerentemente con le pertinenti norme settoriali, in ogni impresa soggetta alla vigilanza supplementare sono istituiti adeguati meccanismi di controllo interno, definiti dalle autorità di vigilanza competenti mediante specifici accordi di coordinamento, per l'elaborazione dei dati e delle informazioni utili all'esercizio della vigilanza supplementare»⁶⁴.

2.4 Il ruolo ed i poteri del coordinatore

Procedendo nella disamina normativa, si evidenziala valutazione sulla concentrazione dei rischi, sulle operazioni infragruppo e sui meccanismi di controllo interno e gestione dei rischi spetta al coordinatore ai sensi, ri-

⁶² È da aggiungere che la sana gestione societaria può trarre giovamento dal fattore strutturale della 'diversificazione' operativa dei componenti del conglomerato finanziario in quanto «*la rischiosità del portafoglio è inferiore a quella della somma dei singoli rischi, in quanto non correlati*» (per una disamina puntuale, PACI, *La gestione integrata dei rischi nel conglomerato finanziario* (Relazione al Convegno "I conglomerati finanziari: profili gestionali e di vigilanza", Venezia, 8 giugno 2007) in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, n. 2-3, p. 370; per una ricognizione sulle strategie di diversificazione e sulle conseguenze per gli intermediari bancari della detenzione di partecipazioni assicurative, si vedano rispettivamente, PROTO, *Strategie di diversificazione e struttura dei conglomerati finanziari* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, n. 2-3, p. 381 ss., e PROTO, *Basilea 2, norme sui conglomerati finanziari e IAS: conseguenze per le banche che detengono partecipazioni assicurative di controllo* in *Banca Impresa Società*, 2006, n. 1, p. 49 ss.

⁶³ Recentemente in dottrina OCCHILUPO, *op. cit.*, pagg. 280 e ss., ove si è teorizzato un modello organizzativo del conglomerato finanziario sviluppato sulla figura della *holding interna* quale referente unico (o preferenziale) del coordinatore.

⁶⁴ Vedasi in proposito l'art. 10, commi dal secondo al quarto, del decreto.

spettivamente, dell'art. 8 sesto comma, dell'art. 9 settimo comma, dell'art. 10 quinto comma del decreto.

Oltre a ciò, il coordinatore raccoglie e diffonde le informazioni pertinenti o essenziali tra le autorità competenti (art. 5, sesto comma, lett. *a*), valuta complessivamente la vigilanza e la situazione finanziaria di un conglomerato (art. 5, sesto comma, lett. *b*), valuta l'osservazione delle disposizioni sull'adeguatezza patrimoniale del conglomerato (art. 5, sesto comma, lett. *c*), valuta i possibili rischi di contagio all'interno del conglomerato finanziario, i rischi di conflitto di interessi, i rischi di arbitraggio fra norme settoriali ed il livello o volume degli stessi (art. 5, sesto comma, lett. *d*); infine, valuta la struttura dell'organizzazione e del sistema di controllo interno del conglomerato finanziario (art. 5, sesto comma, lett. *e*) pianificando e coordinando tutte le suddette attività di vigilanza in collaborazione con le autorità competenti rilevanti.

In sintesi, si hanno funzioni di 'coordinamento', 'valutazione' e 'pianificazione' quali doveri scaturenti dall'esercizio di vigilanza supplementare.

Previa consultazione con le autorità competenti rilevanti, il coordinatore individua anche il metodo di calcolo relativo all'adeguatezza patrimoniale del conglomerato nonché la possibilità di esclusione una o più imprese dal calcolo dei requisiti di adeguatezza patrimoniale supplementare.⁶⁵

Oltre alle prerogative suddette ed a quelle di volta in volta richiamate nelle pagine precedenti, il coordinatore ha anche: il compito di comunicare ai soggetti interessati la riconduzione del gruppo nella categoria dei conglomerati finanziari (art. 4 quarto comma); il potere di chiedere alle Autorità competenti del Paese dell'Unione europea nel quale ha la sede principale l'impresa madre, le quali Autorità non esercitino esse stesse la vigilanza supplementare, di sollecitare dall'impresa madre tutte le informazioni pertinenti (art. 5 ottavo comma); il potere di richiedere alle au-

⁶⁵ Quest'ultima ipotesi, *ex art. 7* quarto comma del decreto, può verificarsi «a) qualora l'impresa abbia sede in un Paese non appartenente all'Unione europea nel quale esistano ostacoli giuridici alla trasmissione delle informazioni necessarie; non sono considerati ostacoli le norme settoriali in materia di obbligo per le autorità competenti di negare l'autorizzazione qualora sia impedito loro l'effettivo esercizio dei compiti di vigilanza; b) qualora l'impresa sia di interesse trascurabile ai fini dell'obiettivo della vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario; le imprese di interesse trascurabile devono comunque essere incluse se, considerate nel loro insieme, presentano un interesse non trascurabile; c) qualora l'inclusione di un'impresa sia inopportuna o fuorviante in relazione agli obiettivi della vigilanza supplementare».

torità competenti informazioni di cui esse dispongono in forza della propria competenza settoriale (art. 5 nono comma); il potere di dichiarare la decadenza dall'ufficio degli esponenti aziendali della società di partecipazione finanziaria mista in difetto dei requisiti di onorabilità e professionalità (art. 11, secondo comma, lett. a); funzioni propositive verso le Autorità competenti ai fini dell'adozione delle misure di salvaguardia (art. 13, commi primo e terzo); potere di verificare l'equivalenza dei sistemi di vigilanza supplementare dei paesi non appartenenti all'UE (art. 15 secondo comma).

2.5 I poteri delle Autorità di Vigilanza

Relativamente alle ulteriori misure di vigilanza, l'art. 12 del decreto disciplina le ispezioni che possono effettuarsi da parte delle Autorità di settore italiane (nonché estere) per verificare le informazioni attinenti ad un'impresa regolamentata - e non - ai fini di vigilanza supplementare.

Da una prima lettura della norma, si evince quindi che tale diritto non compete al coordinatore, bensì alle autorità di vigilanza di settore: questa circostanza, come è stato rilevato in dottrina, potrebbe comportare alcuni problemi nel caso in cui si voglia esercitare la suddetta prerogativa su imprese non regolamentate, facenti parte di un conglomerato finanziario, non rientranti fra i soggetti inclusi nell'ambito della vigilanza su base consolidata o supplementare assicurativa.⁶⁶

Se qualche dubbio interpretativo vi può essere in merito alla mancata armonizzazione normativa fra modalità di vigilanza e poteri riconosciuti, in ogni caso il legislatore ha voluto stigmatizzare i poteri supplementari e le misure di esecuzione proprio per dare effettività alle finalità proprie della vigilanza supplementare.

Nel dettaglio, l'art. 13 del decreto stabilisce che «in caso di mancata osservanza dei requisiti di vigilanza supplementare di cui agli ar-

⁶⁶ Così TROIANO, *op. cit.*, p. 242 e ss. L'Autore sottolinea marcatamente la discrasia fra la normativa in esame e quanto previsto dall'art. 68, primo comma, del TUB («le ispezioni nei confronti di società diverse da quelle bancarie, finanziarie e strumentali hanno il fine esclusivo di verificare l'esattezza dei dati e delle informazioni forniti per il consolidamento») e dall'art. 214, terzo comma, del c.a.p. («gli accertamenti ispettivi nei confronti di imprese diverse da quelle di assicurazione e riassicurazione sono limitati alla verifica dell'esattezza dei dati e delle informazioni utili per l'esercizio della vigilanza supplementare sull'impresa di assicurazione o di riassicurazione di cui all'articolo 210»): si pensi al caso emblematico di un accertamento ispettivo condotto su imprese italiane non regolamentate, facenti parte di un conglomerato finanziario, aventi sede in Italia.

ticoli da 7 a 10 da parte delle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario o qualora tali requisiti siano rispettati ma la solvibilità sia comunque compromessa oppure qualora le operazioni intra-gruppo o la concentrazione dei rischi compromettano la posizione finanziaria delle imprese regolamentate, le autorità competenti, anche su richiesta del coordinatore, possono adottare: a) i provvedimenti previsti dal Titolo IV, Sezioni I, II e III del TUB⁶⁷; b) i provvedimenti di cui alla Parte II, Titolo IV del TUF⁶⁸; c) i provvedimenti previsti dal titolo VII, capo III, e dal titolo XVI, capi I, II, III e IV del codice delle assicurazioni private».⁶⁹

La medesima disposizione, al secondo e terzo comma, estende l'applicazione delle norme suddette alle società di partecipazione finanziaria mista aventi sede in Italia .

Infine, rilevanza del tutto autonoma e significativa assumono gli accordi di coordinamento tra le autorità di vigilanza competenti ed il coordinatore conclusi per le specifiche finalità dell'art. 13 del decreto: tale caratteristica rappresenta sintesi di ampio respiro in forza della quale è demandata all'autodeterminazione delle Autorità (tecniche) di settore lo studio e l'adozione dei necessari rimedi⁷⁰ .

Volendo quindi riassumere i poteri e le peculiarità delle Autorità competenti, fermi comunque i compiti loro attribuiti dalle discipline settoriali (vedasi l'art. 5 secondo comma del decreto) esse stabiliscono se un gruppo costituisca o meno un conglomerato finanziario (art. 4 primo comma); individuano al loro interno il coordinatore (art. 5 primo comma);

⁶⁷ Ovverosia l'amministrazione straordinaria ex art. 70 TUB, la sospensione dei pagamenti ex art. 74 TUB, la gestione provvisoria ex art. 76 TUB, provvedimenti straordinari relativamente a banche autorizzate in Italia e banche comunitarie ex artt. 78 e 79 TUB, la liquidazione coatta amministrativa delle imprese bancarie.

⁶⁸ Quindi i provvedimenti ingiuntivi nei confronti di intermediari nazionali, extracomunitari e comunitari ex artt. 51 e 52 TUF, la sospensione degli organi amministrativi ex art. 53 TUF, la sospensione dell'offerta di quote di Oicr esteri ex art. 54 TUF, l'adozione di provvedimenti cautelari nei confronti di promotori finanziari ex art. 55 TUF, l'amministrazione straordinaria ex art. 56 TUF, la liquidazione coatta amministrativa ex art. 57 TUF.

⁶⁹ In particolare, possibile soggezione ad autorizzazione in caso di assunzione di partecipazioni ex art. 79 c.a.p., obblighi di comunicazione in capo all'impresa in caso di assunzione di partecipazioni ex art. 80 c.a.p., poteri di vigilanza prudenziale ex art. 81 c.a.p., misure di salvaguardia di cui agli artt. da 221 a 228 c.a.p., misure di risanamento di cui agli artt. da 229 a 239 c.a.p. (commissario per il compimento di singoli atti, commissario per la gestione provvisoria, amministrazione straordinaria), decadenze e revoche dell'autorizzazione di cui agli artt. da 240 a 244 c.a.p., liquidazione coatta amministrativa di cui agli artt. da 245 a 265 c.a.p.

⁷⁰ In merito alla definizione dei provvedimenti nei confronti delle società di partecipazione finanziaria mista, gli accordi di coordinamento sono conclusi con l'autorità di vigilanza competente sulla verifica dei requisiti di onorabilità e di professionalità.

collaborano con il coordinatore nell'attività di raccolta e diffusione delle informazioni (art. 5, sesto comma, lett. *a*), e comma ottavo); forniscono al coordinatore le informazioni necessarie di cui sono in possesso in forza della vigilanza settoriale (art. 5 nono comma); cooperano fra di loro, anche con lo scambio di informazioni, senza opposizione del segreto d'ufficio (art. 6); sono il referente del coordinatore ai fini della determinazione della tipologia dei rischi e delle operazioni intragruppo oggetto di segnalazione (art. 8, secondo comma, ed art. 9, terzo comma); collaborano nelle ispezioni, nell'evenienza effettuandole direttamente (art. 12), adottano i provvedimenti di rigore, anche su richiesta del coordinatore, in caso di violazione delle norme di vigilanza supplementare (art. 13); impartiscono sanzioni nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione o controllo nelle società a partecipazione finanziaria mista (art. 14).

Per completezza sistematica, bisogna anche dire che i poteri e le facoltà delle Autorità competenti rilevanti⁷¹ sono: la determinazione dell'*an* e del *quomodo* dell'esercizio della vigilanza supplementare sui quasi-conglomerati (art. 2 comma 4); l'eventuale assenso da prestare al coordinatore per l'applicazione di coefficienti e importi ridotti riguardanti i requisiti che individuano il conglomerato finanziario (art. 3 sesto comma); l'inclusione o l'esclusione di un gruppo nell'alveo di applicazione della vigilanza supplementare (art. 4, secondo comma, lett. *a*), *c*), *d*); la revisione di alcuni dei parametri che stanno alla base della costruzione dei confini del conglomerato (art. 4, quarto comma); in determinati casi, la facoltà di non applicare i criteri riguardanti la nomina del coordinatore scegliendo un'autorità competente diversa (art. 5, quinto comma); la collaborazione con il coordinatore al fine di consentire al medesimo la pianificazione e il coordinamento delle attività di vigilanza, e più in generale di agevolare la vigilanza supplementare (art. 5, sesto comma, lett. *f*), e comma settimo); la consegna del parere al coordinatore in merito al calcolo da applicare in tema di requisiti di adeguatezza patrimoniale e all'esclusione di una impresa da tale calcolo (rispettivamente, art. 6 commi primo, quarto e quinto; art. 4, secondo comma, lett. *b*); la possibilità di consultazione da parte del coordinatore ai fini della individuazione dell'impresa regolamen-

⁷¹ Sulla definizione e sulle differenze strutturali, vedasi *sub* nota 42. In dottrina cfr BROZZETTI *ult. op. cit.*, p. 457.

tata che deve trasmettere i calcoli e i dati riguardanti i requisiti di adeguatezza patrimoniale, le informazioni necessarie relative alla concentrazione dei rischi ed alle operazioni intragruppo (art. 7 terzo comma, nonché art. 8 terzo comma ed art. 9 quarto comma); esse forniscono al coordinatore il loro parere per l'individuazione della soglia di significatività relativa alla concentrazione dei rischi e alle operazioni infragruppo (art. 8 primo comma, art. 9 primo comma); la collaborazione con il coordinatore in merito alla definizione dei limiti quantitativi della concentrazione dei rischi (art. 8 quarto comma), nonché dei limiti quantitativi e dei requisiti qualitativi riferiti alle operazioni intragruppo (art. 9 quinto comma); la generale previsione di consultazione quali controparti nel quadro della vigilanza supplementare equivalente (art. 15, commi terzo e quinto) nonché ai fini della determinazione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale (allegato 2, sub A).

CONCLUSIONI

La disciplina finora analizzata sui conglomerati finanziari presenta molteplici caratteristiche, alcune con elementi di criticità, la cui analisi richiede una valutazione necessariamente complessiva e di sintesi.

Se difatti da un canto l'innovazione principale della normativa esaminata è rappresentata dalla figura del coordinatore e dai compiti a questi assegnati, dall'altro si deve riscontrare l'assenza di specifiche regole procedurali standardizzate di coordinamento e/o controllo finalizzate a rendere efficace ed efficiente il ruolo della vigilanza supplementare.

Inoltre, la recente crisi finanziaria del 2007 ha mostrato la fragilità e l'insufficienza della stessa vigilanza applicata al sistema finanziario, sia esso tipicamente regionale o mondiale⁷². Anche in considerazione di quanto sopra, il legislatore Comunitario nell'autunno 2008 ha avviato lo studio di una nuova tipologia di supervisione integrata, giungendo nel 2010 alla creazione di un nuovo sistema.⁷³

Difatti, a partire dal 1° gennaio 2011 sono operative, a livello comunitario, tre nuove autorità con funzioni di vigilanza micro-prudenziale e un comitato con funzioni di vigilanza macro-prudenziale.

Nello specifico, sono state create con finalità di vigilanza micro-prudenziale:

1. l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* o 'EBA')⁷⁴, con sede a Londra, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors* o 'CEBS');

⁷² Così, CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010, p. 3, secondo cui «rilevano, altresì, le carenze emerse nell'azione di vigilanza pubblica sui rapporti finanziari, le quali evidenziano l'impatto negativo di idonee forme di raccordo (fra i diversi Stati) nell'esercizio della supervisione e mostrano le difficoltà di un capitalismo che non riesce a superare taluni suoi limiti intrinseci (ribadendo la necessità di una disciplina internazionale dell'economia)».

⁷³ Autorevole dottrina ha evidenziato alcuni punti critici dei lavori del Gruppo *de Larosière* relativamente alla costruzione della supervisione bancaria e finanziaria tra vigilanza micro-prudenziale (ovvero diretta alla valutazione dei rischi generati dai singoli intermediari) e quella macro-prudenziale (volta all'individuazione ed allo studio dei segnali di criticità rivenienti dal sistema finanziario). Cfr. CAPRIGLIONE, *ult. op. cit.*, p. 35 ss.

Inoltre, la definizione di un 'supervisore europeo' era già stata auspicata in tempi risalenti in dottrina (cfr. COTTERLI, *Forme e rischi dell'integrazione tra settori finanziari: dai gruppi ai conglomerati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, 2004, n. 2, , p. 288).

⁷⁴ Cfr. il Regolamento n. 1093/2010/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

2. l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pension Authority* o '*EIOPA*')⁷⁵, con sede a Francoforte, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* o '*CEIOPS*');
3. l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority* o '*ESMA*')⁷⁶, con sede a Parigi, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators* o '*CESR*');

La finalità delle suddette Autorità è rappresentata dall'obiettivo di proteggere l'interesse pubblico, contribuendo alla stabilità ed efficacia - a breve, medio e lungo periodo - del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione Europea, dei suoi cittadini e delle sue imprese.⁷⁷

Le stesse, oltre le funzioni esercitate dei comitati europei ai quali subentrano: «I) nei casi indicati dai regolamenti, elaborano proposte di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, per la definizione di standard tecnici comuni, che la Commissione ha la facoltà di trasformare in regolamenti comunitari;

II) al fine di garantire un'interpretazione ed un'applicazione uniforme della normativa comunitaria, possono svolgere indagini su specifiche questioni, adottare raccomandazioni nei confronti delle autorità nazionali, nonché, se necessario, assumere decisioni con efficacia diretta nei confronti di singole istituzioni finanziarie dei Paesi membri;

⁷⁵ Cfr. il Regolamento n. 1094/2010/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

⁷⁶ Cfr. il Regolamento n. 1095/2010/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

⁷⁷ Si vedano, rispettivamente, l'art. 1 par. 5 della direttiva 1093/2010/UE, l'art. 1 par. 6 della direttiva 1094/2010/UE, l'art. 1 par. 5 della direttiva 1095/2010/UE. Inoltre, le suddette Autorità contribuiscono a: a) migliorare il funzionamento del mercato interno, con particolare riguardo a un livello di regolamentazione e di vigilanza valido, efficace e uniforme; b) garantire l'integrità, la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; c) rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza; d) impedire l'arbitraggio regolamentare e promuovere pari condizioni di concorrenza; e) assicurare che il rischio di credito e altri rischi siano adeguatamente regolamentati e oggetto di opportuna vigilanza; f) aumentare la protezione dei consumatori.

III) in situazioni di emergenza che rischiano di compromettere il regolare funzionamento, nonché l'integrità e la stabilità del sistema finanziario europeo, possono svolgere un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali e, in caso di inattività di quest'ultime, assumere decisioni direttamente applicabili agli intermediari finanziari;

IV) in caso di contrasto tra le singole autorità nazionali in relazione a determinate situazioni transfrontaliere che richiedano cooperazione o decisioni congiunte, hanno il potere di: a) prestare assistenza al fine di risolvere tale contrasto e facilitare un accordo, b) in mancanza di accordo, imporre l'adozione di specifiche misure o l'astensione da qualsiasi attività al fine di risolvere la questione; c) qualora le autorità nazionali non si conformino alla decisione della Autorità competente per materia, quest'ultima potrà adottare provvedimenti direttamente nei confronti dei singoli intermediari finanziari;

V) con specifico riferimento all'ESMA, essa, a seguito delle recenti modifiche approvate dal Parlamento Europeo al Regolamento n. 1060/2009/CE il 15 dicembre 2010, [entrate] in vigore nel luglio 2011, esercita anche poteri di vigilanza diretti sulle agenzie di rating del credito, consistenti nella facoltà di richiedere informazioni, avviare inchieste e ispezioni, ed applicare sanzioni. È altresì importante evidenziare che la proposta di Regolamento sulle vendite allo scoperto e sui credit default swaps della Commissione Europea del 15 settembre 2010, attribuisce all'ESMA una serie di poteri in materia di vendite allo scoperto, allo scopo di incrementare il coordinamento tra le autorità nazionali e ridurre il rischio connesso alle operazioni transfrontaliere»⁷⁸.

Inoltre, a fini di vigilanza macro-prudenziale, è stato creato il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (*European Systemic Risk Board* o '*ESRB*') con il compito di prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione Europea che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario.⁷⁹

⁷⁸ Orrick, Herrington & Sutcliffe, Newsletter – Italian Corporate Law Alert, *cit.*, gennaio 2011.

⁷⁹ Più precisamente, tale organo, ai sensi dell'art. 3 secondo comma del Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico, è incaricato di: a) definire e/o raccogliere nonché analizzare tutte le informazioni rilevanti e necessarie per conseguire gli obiettivi di cui al paragrafo 1; b) identificare e classificare i rischi sistemici in base ad un ordine di priorità; c) emettere segnalazioni qualora i rischi sistemici siano considerati significativi e, ove opportuno, rendere pubbliche tali segnalazioni; d) emettere raccomandazioni per l'adozione di misure correttive in risposta ai rischi identificati e, ove opportuno, rendere

Infine, sono stati previsti due organismi con funzioni di raccordo delle diverse Autorità: I) il Comitato congiunto, con il compito di assicurare l'uniformità normativa intersettoriale in relazione ad alcune tematiche comuni alle Autorità, espressamente indicate nei regolamenti; II) la Commissione di ricorso, con competenza sui ricorsi presentati avverso le decisioni adottate dalle Autorità in materia di interpretazione ed uniforme applicazione delle norme comunitarie, di risoluzione delle controversie sorte tra le autorità nazionali e di intervento in situazioni di emergenza.

L'ESRB e le tre nuove Autorità sono parte – unitamente al Comitato congiunto e alle singole autorità di vigilanza nazionali – del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision o 'ESFS'*) che ha la funzione di garantire la vigilanza del sistema finanziario nell'Unione Europea.

Tali innovazioni hanno reso necessaria una revisione legislativa volta a raccordare le nuove competenze ed i nuovi poteri delle suddette Autorità con le previsioni normative della direttiva 2002/87/CE: su tale falsariga è stata quindi emanata la Direttiva 2010/78/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 recante modifica delle direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) e dell'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati).⁸⁰

pubbliche tali raccomandazioni; e) quando il CERS ritiene che possa verificarsi una situazione d'emergenza ai sensi dell'articolo 18 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010, emettere una segnalazione confidenziale destinata al Consiglio e fornire al Consiglio un'analisi della situazione, al fine di consentire a quest'ultimo di valutare la necessità di adottare una decisione destinata alle AEV che constati l'esistenza di una situazione di emergenza; f) sorvegliare che sia dato il dovuto seguito a segnalazioni e raccomandazioni; g) collaborare strettamente con tutte le altre parti del SEVIF; ove opportuno, fornire alle AEV le informazioni sui rischi sistemici necessarie per lo svolgimento dei loro compiti; e, in particolare, in collaborazione con le AEV, sviluppare un insieme comune di indicatori quantitativi e qualitativi («quadro operativo dei rischi») al fine di individuare e misurare il rischio sistemico; h) partecipare, ove opportuno, al comitato congiunto; i) coordinare le sue azioni con quelle delle organizzazioni finanziarie internazionali, in particolare con l'FMI e con l'FSB, nonché con gli organismi competenti dei paesi terzi in merito alle questioni di vigilanza macroprudenziale; j) svolgere altri compiti connessi come specificato nella legislazione dell'Unione.

⁸⁰ Si veda in proposito il considerando n. 21 della direttiva in questione.

L'art. 2 di questa ultima direttiva apporta delle modifiche agli artt. 4, 9, 10, 11, 12, 14, 16, 18, 19, 20, 21 della direttiva 2002/87/CE oltre ad introdurre nella stessa nuove norme (artt. *9bis*, *12bis*, *21bis*).⁸¹

Nel dettaglio, a livello domestico, avremo che:

1. l'art. 5 quarto comma del d. lgs. 142/05 dovrà essere modificato in guisa tale che l'individuazione del 'gruppo' quale conglomerato finanziario dovrà essere comunicato dal coordinatore (piuttosto che alla Commissione europea), alle Autorità di Vigilanza Europee (EBA, EIOPA, ESMA) ed al Comitato congiunto, il quale successivamente curerà la pubblicazione e l'aggiornamento dell'elenco dei conglomerati finanziari sul proprio sito web;
2. l'art. 10 secondo comma del d. lgs. 142/05 dovrà prevedere fra le procedure di gestione del rischio specifici accordi conclusi per contribuire ad adeguati regimi e piani di risanamento e di risoluzione delle crisi;
3. vi sarà la necessità, a norma dell'articolo 56 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010, rispettivamente, di prevedere che il Comitato congiunto garantisca la coerenza della vigilanza intersettoriale e transfrontaliera e l'osservanza della legislazione dell'Unione;
4. l'art. 5 primo comma del d. lgs. 142/05 dovrà prevedere la pubblicazione dei vari coordinatori sul sito web del Comitato congiunto;
5. vi sarà la necessità, a norma all'articolo 56 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 del regolamento (UE) n. 1095/2010, rispettivamente, che le AEV, tramite il comitato congiunto, elaborino orientamenti intesi alla convergenza delle prassi di vigilanza per quanto riguarda la coerenza degli accordi di coordinamento in conformità con l'articolo *131bis* della direttiva 2006/48/CE e dell'articolo 248, quarto paragrafo, della direttiva 2009/138/CE;
6. l'art. 6 ottavo comma del d. lgs. 142/05 dovrà essere modificato per permettere l'esercizio della vigilanza macroprudenziale da parte del comitato Europeo per il rischio sistemico a norma dell'articolo 15 del

⁸¹ Ai sensi dell'art. 13 della direttiva 2010/78/UE «gli Stati membri mettono in vigore le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi [...] all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), all'articolo 2, paragrafi 2, 5, 7 e 9, all'articolo 2, paragrafo 11, lettera b) [...] della presente direttiva, entro il 31 dicembre 2011. Essi comunicano immediatamente alla Commissione il testo di tali disposizioni, nonché una tavola di concordanza tra queste e la presente direttiva». In definitiva, quindi, le variazioni apportate dai novellati artt. 4, 9, 10, 11, 12, 14, 18 della direttiva 2002/87/CE dovranno essere adottate dal nostro legislatore a stretto giro con apposita normativa di attuazione/recepimento (nella specie, dovranno essere modificati gli artt. 5, 6, 10, 13, 15 del d. lgs. 142/05).

regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010.

Inoltre, dovrà inserirsi un'apposita norma in forza della quale le autorità competenti dovranno collaborare con il comitato congiunto rendendo disponibili senza indugio tutte le informazioni necessarie ai sensi dell'art. 35 dei suddetti regolamenti istitutivi, nonché una norma con cui ogni ostacolo di natura giuridica venga meno relativamente allo scambio delle informazioni sopraccitate;

7. in relazione all'art. 13 quarto comma del d. lgs. 142/05, le autorità di vigilanza europee potranno fornire orientamenti (volti ad istituire prassi di vigilanza uniformi) riguardanti le società di partecipazione finanziaria mista;
8. nelle norme contenute nell'art. 15 del d. lgs. 142/05 sarà da prevedere l'adozione degli orientamenti pertinenti elaborati dal comitato congiunto a norma degli art. 16 e 56 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010 nella fattispecie di imprese madri con sede al di fuori della Comunità, nonché l'adozione della procedura di cui all'art. 19 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010 dettata per la risoluzione delle controversie tra le autorità competenti in situazioni transfrontaliere.
9. ulteriori disposizioni saranno eventualmente da introdurre in relazione alla modifiche legislative attuate limitatamente agli artt. 19, 20, 21, (e 21bis di nuova introduzione) della direttiva 2002/87/CE riguardanti i poteri conferiti alla commissione ed alle prerogative del comitato per i conglomerati finanziari.

Analizzando gli interventi legislativi appena delineati si può agevolmente giungere a delle prime conclusioni.

Innanzitutto, vi è il palese riconoscimento che l'attuale sistema di vigilanza supplementare così come concepito fino al 2009 non è stato in grado di attuare le finalità per cui è stato istituito, ovverosia "la salvaguardia della stabilità del conglomerato nel suo complesso e delle imprese, regolamentate e non, che ne fanno parte, nonché la prevenzione degli effetti destabilizzanti sul sistema finanziario derivanti dalle difficoltà finanziarie delle imprese appartenenti a un conglomerato finanziario".

In secondo luogo, è stata modificata l'architettura dell'intero sistema di vigilanza mercé la creazione di un apparato duale costituito dalle tre au-

torità di vigilanza microprudenziale e dall'organo di vigilanza macroprudenziale, in un'ottica complessiva finalizzata a spostare verso livelli 'superiori' (*rectius*, non più meramente domestici) l'analisi della situazione finanziaria/strutturale dell'intera conglomerazione. Inoltre, in forza doveri più accentuati di disclosure, si sta aumentando il livello e la qualità di informazioni utili, pertinenti e/o essenziali ai fini della vigilanza supplementare.

Le nuove norme contenute nella direttiva 2010/78/UE hanno però anche un'ulteriore finalità, ovverosia quella di creare un coordinamento internazionale in materia di vigilanza, con una operatività quanto più omogenea possibile ed improntata all'adozione di comuni orientamenti.

Oltre a ciò, la direttiva in esame si propone anche di dettare idonei presidi in caso di stallo decisionale fra le autorità mediante la procedura di cui all'art. 19 dei rispettivi regolamenti istitutivi delle AEV: con tale strumento, quindi, risulta essere garantita la possibilità di adottare misure di vigilanza in situazioni giuridicamente complesse se non addirittura proibitive.⁸²

⁸² In dettaglio, l'art. 19 del regolamento (UE) n. 1093/2010, del regolamento (UE) n. 1094/2010 e del regolamento (UE) n. 1095/2010 prevede che «(1) Fatti salvi i poteri di cui all'articolo 17, se un'autorità competente è in disaccordo con la procedura seguita o il contenuto di una misura adottata da un'autorità competente di un altro Stato membro o con l'assenza di intervento da parte di quest'ultima in casi specificati negli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, l'Autorità può, su richiesta di una o più autorità competenti interessate, prestare assistenza alle autorità per trovare un accordo conformemente alla procedura di cui ai paragrafi da 2 a 4 del presente articolo. 2. L'Autorità fissa un termine per la conciliazione tra le autorità competenti tenendo conto dei termini eventuali previsti in materia negli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, nonché della complessità e dell'urgenza della questione. In tale fase l'Autorità funge da Mediatore. 3. Se le autorità competenti interessate non riescono a trovare un accordo entro la fase di conciliazione di cui al paragrafo 2, l'Autorità può, in conformità della procedura di cui all'articolo 44, paragrafo 1, terzo e quarto comma, adottare una decisione per imporre loro di adottare misure specifiche o di astenersi dall'agire al fine di risolvere la questione, con valore vincolante per le autorità competenti interessate, e assicurare il rispetto del diritto dell'Unione. 4. Fatti salvi i poteri attribuiti alla Commissione dall'articolo 258 TFUE, se un'autorità competente non si conforma alla decisione dell'Autorità e pertanto omette di assicurare che un partecipante ai mercati finanziari rispetti gli obblighi che gli sono direttamente applicabili ai sensi degli atti di cui all'articolo 1, paragrafo 2, l'Autorità può adottare nei confronti del singolo partecipante ai mercati finanziari una decisione individuale che gli impone di adottare le misure necessarie per rispettare gli obblighi che gli incombono ai sensi del diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica. 5. Le decisioni adottate ai sensi del paragrafo 4 prevalgono su ogni decisione adottata in precedenza dalle autorità competenti sulla stessa materia. Ogni misura adottata dalle autorità competenti in relazione ai fatti oggetto di una decisione ai sensi dei paragrafi 3 o 4 è compatibile con dette decisioni. 6. Nella relazione di cui all'articolo 50, paragrafo 2, il presidente dell'Autorità espone la natura e il tipo di controversie fra le autorità competenti, gli accordi raggiunti e le decisioni adottate per comporre siffatte controversie».

In definitiva si è cercato di colmare alcune lagune normative e procedurali di cui si è avuta contezza in forza di un consolidato empirismo.

Tuttavia, ci si è accorti che bisogna continuare a sviluppare nuovi modelli regolamentari capaci di fornire una disciplina funzionale ancor più attinente alle caratteristiche strutturali ed operative dei conglomerati finanziari: proprio in ragione di tale rilievo, recentemente, il Parlamento europeo ed il Consiglio sono in procinto di emanare una nuova direttiva modificativa di alcune norme contenute nella direttiva madre 2002/87/CE.⁸³

Dall'esame della proposta legislativa comunitaria emergono nuovi ed ulteriori spunti di riflessione. In particolare, senza menzionare il *labor limae* svolto per rendere puntuali i riferimenti normativi contenuti nella direttiva 2002/87/CE e relativi a norme successivamente modificate o abrogate, deve essere segnalata:

1. la previsione di sottoporre a vigilanza supplementare gruppi assicurativi e bancari anche quando fanno parte di una struttura di partecipazione finanziaria mista, nonché la sottoposizione a vigilanza supplementare di alcune tipologie di imprese con sede sociale in un paese terzo ma che, se avessero la sede sociale all'interno dell'Unione Europea, sarebbero soggette ad autorizzazione secondo le direttive di settore;⁸⁴
2. la previsione di un più stretto coordinamento tra le autorità competenti per l'esercizio della vigilanza supplementare;⁸⁵
3. l'adozione di stress test a livello di conglomerato finanziario;⁸⁶

⁸³ Si veda in proposito la Relazione del 28 marzo 2011 sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE e 2009/138/CE per quanto concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario, nonché la Posizione del Parlamento europeo definita in prima lettura il 5 luglio 2011 in vista dell'adozione della direttiva 2011/.../UE del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive 98/78/CE, 2002/87/CE, 2006/48/CE e 2009/138/CE per quanto concerne la vigilanza supplementare sulle imprese finanziarie appartenenti a un conglomerato finanziario.

⁸⁴ Cfr. rispettivamente il considerando n. 2 e n. 4-ter della versione consolidata della proposta di direttiva di cui alla nota precedente.

⁸⁵ Cfr. il considerando n. 3, 4 e 5 della versione consolidata della proposta di direttiva di cui *sub* nota 83. Oltre a ciò, le norme emanate prevedono che «il grado adeguato di coordinamento e collaborazione con le autorità competenti rilevanti di paesi terzi, laddove appropriato, sono assicurati tramite collegi istituiti ai sensi dell'articolo 131 bis della direttiva 2006/48/CE o dell'articolo 248, paragrafo 2, della direttiva 2009/138/CE. Gli accordi di coordinamento di cui al paragrafo 1, comma 2, sono rispecchiati separatamente in accordi scritti di coordinamento conclusi ai sensi dell'articolo 131 della direttiva 2006/48/CE o dell'articolo 248 della direttiva 2009/138/CE. Il coordinatore, in qualità di presidente di un collegio istituito ai sensi dell'articolo 131 bis della direttiva 2006/48/CE o dell'articolo 248, paragrafo 2, della direttiva 2009/138/CE, decide quali altre autorità competenti partecipino alle riunioni o alle attività del collegio».

4. l'inclusione degli IMEL nella nozione di ente creditizio di cui all'art. 2 punto 2) della direttiva 2002/87/CE;
5. l'inclusione delle imprese di riassicurazione, delle società di gestione patrimoniale o del gestore di fondi di investimento alternativi nella nozione di 'impresa regolamentata' di cui all'art. 2 punto 4) della direttiva 2002/87/CE;⁸⁷
6. l'accentuata discrezionalità amministrativa delle Autorità competenti le quali potranno: I) non considerare un gruppo come conglomerato finanziario qualora il settore di minori dimensioni dello stesso non superi i sei miliardi di euro⁸⁸; II) escludere una o più partecipazioni nel settore di minori dimensioni ove tali partecipazioni siano decisive ai fini dell'identificazione del conglomerato finanziario e siano globalmente di interesse trascurabile ai fini degli obiettivi della vigilanza supplementare; III) sostituire, ai fini di vigilanza supplementare, il criterio basato sul totale dello stato patrimoniale con il parametro (ulteriore rispetto a quelli sussidiari previamente elencati) del patrimonio totale gestito;⁸⁹
7. la previsione di emanazione da parte delle Autorità di vigilanza europee, tramite il Comitato congiunto, di orientamenti comuni mirati alla convergenza della prassi di vigilanza per quanto concerne l'applicazione della vigilanza supplementare in tema di concentrazione dei rischi, operazioni infragruppo, meccanismi di controllo interno e procedure di gestione del rischio;
8. l'abrogazione del metodo di calcolo dell'adeguatezza patrimoniale consistente nella 'deduzione del valore contabile della partecipazione [e] del requisito di solvibilità'.

⁸⁶ Cfr. il considerando n. 7-ter e l'art. 2 (in riferimento all'introduzione dell'art. 9-ter nel corpus della direttiva 2002/87/CE) della versione consolidata della proposta di direttiva.

⁸⁷ In realtà, le direttive sui fondi di investimento alternativi, soprattutto *hedge funds* e *private equity*, devono essere ancora emanate.

⁸⁸ In tal senso, si veda l'art. 2 della proposta di direttiva suddetta, con la precisazione (ai sensi dell'art. 3 secondo comma della direttiva 2002/87/CE) che il gruppo deve comunque raggiungere la soglia dimensionale in forza della quale le attività nei diversi settori finanziari debbono considerarsi significative ai sensi dell'articolo 2, punto 14, lettera e) della medesima direttiva (ovverosia, per ciascun settore finanziario il valore medio del rapporto tra il totale dello stato patrimoniale di quel settore finanziario e il totale dello stato patrimoniale delle imprese del settore finanziario appartenenti al gruppo e del rapporto tra i requisiti di solvibilità del medesimo settore finanziario e il totale dei requisiti di solvibilità delle predette imprese del settore finanziario appartenenti al gruppo deve essere superiore a un coefficiente del 10 %).

⁸⁹ Tuttavia, è previsto l'obbligo per le autorità competenti di riesaminare con periodicità annuale i suddetti casi di esclusione.

I suddetti riferimenti *de iure condito et condendo* fornisco quindi molteplici chiavi di lettura, anche critiche, della normativa dettata per il fenomeno della conglomerazione finanziaria.

Se difatti da un lato non si può negare un significativo miglioramento normativo (apportato dalla direttiva 2010/78/UE contenente nuove disposizioni sulla condivisione delle informazioni, sugli obblighi di disclosure, sulla sempre più stretta collaborazione fra le Autorità di vigilanza, sulla procedura dettata per la risoluzione di contrasti operativi e/o funzionali delle Autorità di vigilanza), dall'altro si deve riconoscere la necessità sempre più pressante di riformulare nella sostanza alcuni precetti normativi basilari (quali le soglie identificative del conglomerato finanziario, il campo d'applicazione della vigilanza supplementare, i metodi tecnici di calcolo dell'adeguatezza patrimoniale, etc.) affinché vi siano strumenti e misure di vigilanza più coerenti.

Le proposte di modifiche legislative attualmente elaborate dal Parlamento europeo muovono proprio dal dato empirico e dalla nuova architettura di Vigilanza europea: con esse sembra volersi delineare un modello funzionale incardinato non più sulla mera collaborazione 'istituzionale' fra le autorità competenti, bensì su di una vera e propria 'comitologia' istituzionalizzata rappresentata dal Comitato congiunto.

L'adozione di tale modello implica anche, quale corollario necessario, l'attribuzione ad organismi 'superiori' del ruolo di indirizzo, di coordinamento ed infine decisionale in tema di vigilanza supplementare. In virtù di quanto esposto *supra*, sembrerebbe che i vari meccanismi operativi e decisionali siano stati completamente integrati. In conclusione, solamente il dato fattuale potrà confermare la bontà del progetto normativo appena detto.

Tuttavia, non si può non evidenziare che profili problematici potrebbero essere rappresentati da una non ottimale efficienza della struttura del Comitato congiunto dovuta al fatto che lo stesso dovrà trattare unitariamente questioni trasversali ma intersettoriali; da una non elevata efficacia ed incisività dell'azione del Comitato congiunto stante la necessitata mediazione, sia a livello intersettoriale che interstatale, delle posizioni da adottare; in caso di stallo operativo, da una improbabile speditezza dell'azione decisionale dovuta a meccanismi di consultazione (purtroppo) sprovvisti di una puntuale tempistica.

BIBLIOGRAFIA

- ANTONINI, *I conglomerati finanziari: una prima lettura della direttiva 2002/87/CE* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, n. 2, Milano, 2004, pp. 355-379.
- ANTONINI, *La direttiva 98/78/CE in tema di vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo e la sua attuazione nel diritto italiano* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, fascicolo 1, Milano, 2003, pp. 3-25.
- BANI, *La vigilanza (su controllo dei rischi, fondazioni, sistemi di pagamento, riciclaggio, oro, conglomerati finanziari) e la responsabilità degli organi di vigilanza* in *Banche, vigilanza e dintorni*, Pisa, Plus, 2002. p. 5-8.
- BROZZETTI, *Il sistema di vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari nel d.lgs. n. 142 del 2005* in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 3, Torino, 2007, pp. 393-474.
- BROZZETTI, *Un nuovo livello di vigilanza prudenziale sugli intermediari articolati in gruppo: prime riflessioni sul d.lgs. n. 142 del 2005, attuativo della direttiva 2002/87/CE sui conglomerati finanziari (parte 1)* in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, fascicolo 1, Torino, 2007, pp. 81-148.
- BRUNI, *I conglomerati finanziari: caratteristiche, struttura operativa e profili di regolamentazione*, Roma, Quaderni Monografici RIREA, 2007, Allegato alla Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, n.7-8, 2007.
- CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010.
- CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010.
- COTTERLI, *Forme e rischi dell'integrazione tra settori finanziari: dai gruppi ai conglomerati finanziari* in *Banca Impresa Società*, n 2, Bologna, 2004, pp. 263-288.
- COVIELLO, *La convergenza tra gli operatori assicurativi: il "one-stop insurance shopping" ed il ruolo del canale agenziale* in *Assicurazioni*, Milano, 2009, n. 2, pp. 167-189.
- DESIDERIO, *La vigilanza sui conglomerati finanziari. Attività assicurativa e conglomerati finanziari* in *Banche, vigilanza e dintorni*, Pisa, 2002, pp. 85-96.
- GODANO, *La direttiva comunitaria sui conglomerati finanziari* in *Il diritto dell'Unione Europea*, volume IX, Milano, 2004, pp. 117-136.
- GROS-PIETRO - REVIGLIO - TORRISI, *Assetti proprietari e mercati finanziari europei in Studi e ricerche*, Bologna, 2001.
- LOCATELLI - MORPURGO - ZANETTE, *L'integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa* in *Le strategie delle grandi banche in Europa*, Roma, 2003, pp. 99-158.
- MARTELLONI, *I conglomerati finanziari: profili giuridici e approcci di vigilanza sui gruppi finanziari misti (prefazione di Sergio Scotti Camuzzi)*, Padova, 2006.
- NATALE, *Forme di copertura del margine di solvibilità e passività subordinate nelle imprese di assicurazione* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, n. 1, Milano, 2003, pp. 27-74.
- OCCHILUPO, *Vigilanza supplementare e controlli interni nei conglomerati finanziari* in *Banca Impresa Società*, n. 2, Bologna, 2008, pp. 263-290.
- PACI, *La gestione integrata dei rischi nel conglomerato finanziario* (Relazione al Convegno "I conglomerati finanziari: profili gestionali e di vigilanza", Venezia, 8 giugno 2007) in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, fascicoli 2-3, Milano, 2008, pp. 365 - 379.

-
- PICHLER, *I conglomerati finanziari: profili gestionali e di regolamentazione*, Milano, 2008.
- PROTO, *Basilea 2, norme sui conglomerati finanziari e IAS: conseguenze per le banche che detengono partecipazioni assicurative di controllo* in *Banca Impresa Società*, n. 1, Bologna, 2006, pp. 49-60.
- PROTO, *I conglomerati finanziari*, Torino, 2002.
- PROTO, *Strategie di diversificazione e struttura dei conglomerati finanziari* in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, fascicolo 2/3, Milano, 2008, pp. 381-395.
- QUIRICI, *La nuova disciplina della vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari: relativi elementi di forza e di debolezza* in *Studi e note di economia*, fascicolo 1, Firenze, Monte dei Paschi di Siena, 2006, pp. 93-134.
- TROIANO, *I conglomerati finanziari: le forme di vigilanza*, Padova, 2009

APPENDICE
Tavole statistiche

Tavola I.

Tavola 16.1

TIPO INTERMEDIARIO	Struttura del sistema finanziario italiano							
	31 dicembre 2009				31 dicembre 2010			
	Numero intermediari				Numero intermediari			
	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM (1)	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi bancari (1)	Inclusi nei gruppi di SIM (1)	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari	–	–	–	75	–	–	–	76
Gruppi di SIM	–	–	–	18	–	–	–	19
Banche	217	–	571	788	205	–	555	760
di cui: banche spa	191	–	56	247	178	–	55	233
banche popolari	16	–	22	38	17	–	20	37
banche di credito cooperativo	9	–	412	421	9	–	406	415
succursali di banche estere	1	–	81	82	1	–	74	75
Società di intermediazione mobiliare	15	20	80	115	11	22	78	111
Società di gestione del risparmio e Sicav	39	5	160	204	35	6	157	198
Società finanziarie iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del TUB	64	–	108	172	69	–	126	195
Società finanziarie iscritte nell'elenco generale ex art. 106 del TUB	72	2	1.337	1.411	73	2	1.213	1.288
Istituti di moneta elettronica (Imel)	–	–	3	3	–	–	3	3
Istituti di pagamento	–	–	–	–	–	–	1	1
Altri intermediari vigilati (2)	–	–	2	2	–	–	2	2

Fonte: albi ed elenchi di vigilanza.
(1) Di proprietà italiana o sotto-gruppi nazionali con impresa madre estera; sono comprese le banche e le SIM capogruppo. – (2) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Tavola II.

Tavola a16.1

VOCI	Evoluzione e composizione dei gruppi bancari e dei gruppi di SIM (1)					
	Gruppi bancari			Gruppi di SIM		
	Consistenze al 31.12.2009	Variazioni complessive (2)	Consistenze al 31.12.2010	Consistenze al 31.12.2009	Variazioni complessive (2)	Consistenze al 31.12.2010
Numero gruppi	75	1	76	18	1	19
			Italia			
Banche	217	-12	205	-	-	-
Società finanziarie	276	-11	265	43	5	48
di cui:						
<i>Finanziarie di partecipazione</i>	26	-6	20	13	2	15
<i>Società di factoring</i>	13	-	13	-	-	-
<i>Società di credito al consumo</i>	23	1	24	-	-	-
<i>Società di leasing finanziario</i>	27	1	28	-	-	-
<i>Altre finanziarie di credito</i>	3	2	5	-	-	-
<i>Società di intermediazione mobiliare</i>	15	-4	11	20	2	22
<i>Società di gestione di fondi comuni</i>	39	-4	35	5	1	6
<i>Società di merchant banking</i>	4	2	6	-	-	-
<i>Società di incasso e pagamento</i>	11	-1	10	-	-	-
<i>Altre società finanziarie</i>	115	-2	113	5	-	5
Società strumentali (3)	107	-13	94	12	-	12
Totale Italia	600	-36	564	55	5	60
				Estero		
Banche	102	-4	98	-	-	-
Società finanziarie	372	-34	338	8	-2	6
di cui:						
<i>Finanziarie di partecipazione</i>	52	-3	49	-	-	-
<i>Società di factoring</i>	7	-	7	-	-	-
<i>Società di credito al consumo</i>	1	-	1	-	-	-
<i>Società di leasing finanziario</i>	47	-1	46	-	-	-
<i>Altre finanziarie di credito</i>	1	-1	-	-	-	-
<i>Società di intermediazione mobiliare</i>	1	-1	-	-	-	-
<i>Società di gestione di fondi comuni</i>	36	-3	33	4	-	4
<i>Società di merchant banking</i>	4	-	4	-	1	1
<i>Altre società finanziarie</i>	223	-25	198	4	-3	1
Società strumentali (3)	86	-5	81	-	-	-
Totale Estero	560	-43	517	8	-2	6
Totale generale	1.160	-79	1.081	63	3	66

(1) Nella tavola sono riportati i dati relativi ai gruppi bancari registrati nell'Albo ex art. 64 del TUB e ai gruppi di SIM registrati nell'Albo ex art. 11 del TUF. – (2) Variazioni del numero dei soggetti presenti nei gruppi per operazioni di concentrazione, acquisizioni e cessioni di società, costituzione di nuove società, inclusione nel gruppo di società già controllate, fusioni, liquidazioni. – (3) Società che svolgono attività ausiliaria nei confronti di società ed enti del gruppo (ad es. gestione immobili e servizi informatici).

Lista Gruppi Bancari al 31/12/2010

Codice Meccanografico Capogruppo	Denominazione Gruppo	Data Iscrizione Gruppo	Data Cancellazione Gruppo
3032.0	CREDITO EMILIANO - CREDEM	25/06/2009	
3115.3	FINDOMESTIC GRUPPO	11/01/2000	
20042.8	GBM - GRUPPO BANCARIO MEDITERRANEO	21/12/2009	
3589.9	GRUPPO ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS	01/10/2002	
8329.5	GRUPPO BANCA DELL'ALTA BRIANZA	22/09/2003	
3269.8	GRUPPO BANCA DELLA NUOVA TERRA	12/02/2010	
3183.1	GRUPPO BANCA ESPERIA	30/05/2001	
3205.2	GRUPPO BANCA IFIS	01/01/2002	
3126.0	GRUPPO BANCA LEONARDO	03/02/2000	
5387.6	GRUPPO BANCA POPOLARE DELL'EMILIA ROMAGNA	07/08/1992	
5019.5	GRUPPO BANCA POPOLARE DI CIVIDALE	15/07/2002	
5696.0	GRUPPO BANCA POPOLARE DI SONDRIO	25/07/1995	
3311.8	GRUPPO BANCA SELLA	13/07/2006	
8587.8	GRUPPO BANCA VALDOSTANA	11/03/2004	
20022.0	GRUPPO BANCARIO ALBERTINI SYZ	03/11/2003	
5036.9	GRUPPO BANCARIO BANCA AGRICOLA POPOLARE DI RAGUSA	06/06/1997	
8530.8	GRUPPO BANCARIO BANCA D'ALBA	17/12/2001	
6055.8	GRUPPO BANCARIO BANCA DELLE MARCHE	05/10/1992	
8345.1	GRUPPO BANCARIO BANCA DI ANGIARI E STIA	12/03/2003	
8883.1	GRUPPO BANCARIO BANCA DI BOLOGNA	13/10/1992	
7070.6	GRUPPO BANCARIO BANCA DI CESENA	17/10/2000	
5142.5	GRUPPO BANCARIO BANCA DI CREDITO POPOLARE	26/09/2002	
8562.1	GRUPPO BANCARIO BANCA DI FORNACETTE	30/09/2003	
3087.4	GRUPPO BANCARIO BANCA FINNAT EURAMERICA	21/09/1999	
3075.9	GRUPPO BANCARIO BANCA GENERALI	31/12/2000	
3201.1	GRUPPO BANCARIO BANCA MB	04/07/2008	05/05/2011
1005.8	GRUPPO BANCARIO BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	01/10/2007	
5572.3	GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE DI MAROSTICA SCPARL	30/11/2010	
5728.1	GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE DI VICENZA	15/06/1992	
5018.7	GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE ETICA	09/10/2002	
5262.1	GRUPPO BANCARIO BANCA POPOLARE PUGLIESE	18/07/1995	
20039.4	GRUPPO BANCARIO BANCA PROFILO	06/07/2009	
3177.3	GRUPPO BANCARIO BANCASAI	24/07/2006	
6120.0	GRUPPO BANCARIO CASSA DI RISPARMIO DI CESENA	10/10/1997	
6300.8	GRUPPO BANCARIO CASSA DI RISPARMIO DI SAN MINIATO - GRUPPO CARISMI	01/06/2002	
3030.4	GRUPPO BANCARIO DEXIA CREDIOP	27/08/1999	
10312.7	GRUPPO BANCARIO FONSPA BANK	10/07/1995	
10685.6	GRUPPO BANCARIO GE CAPITAL INTERBANCA	31/12/2010	
3263.1	GRUPPO BANCARIO IBL BANCA	22/08/2008	
20016.2	GRUPPO BANCARIO ICCREA	23/03/1995	
3185.6	GRUPPO BANCARIO IFIGEST	08/06/2004	
3069.2	GRUPPO BANCARIO INTESA SANPAOLO	02/01/1998	
10631.0	GRUPPO BANCARIO MEDIOBANCA	26/10/1992	
10638.5	GRUPPO BANCARIO MEDIOCREDITO TRENINO-ALTO ADIGE	30/12/2003	
3062.7	GRUPPO BANCARIO MEDIOLANUM	19/09/2001	
3191.4	GRUPPO BANCARIO SANTANDER CONSUMER BANK	01/10/2001	
3127.8	GRUPPO BANCARIO UNIPOL BANCA	15/05/1996	
5035.1	GRUPPO BANCARIO VENETO BANCA	31/12/2007	
3440.5	GRUPPO BANCO DI DESIO E DELLA BRIANZA (IN FORMA ABBREVIATA GRUPPO BANCO DESIO)	04/11/1999	
5034.4	GRUPPO BANCO POPOLARE	01/07/2007	
5584.8	GRUPPO BIPIEMME - BANCA POPOLARE DI MILANO	22/06/1992	
8327.9	GRUPPO C.R.A. DI ROMA	04/08/1994	
6050.9	GRUPPO CARICHIEI	30/03/2001	
6175.4	GRUPPO CARIGE	06/05/1992	
20026.1	GRUPPO CASSA CENTRALE BANCA	20/06/2007	
6060.8	GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DELLA PROVINCIA DI TERAMO	17/04/1992	
6085.5	GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI ASTI	09/10/1992	
6045.9	GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	01/01/2002	
6155.6	GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA	18/04/1995	
6270.3	GRUPPO CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA	11/12/1992	
8340.2	GRUPPO CASSA PADANA	22/09/1997	
3089.0	GRUPPO CREDIT SUISSE (ITALY)	15/05/2003	
6285.1	GRUPPO CREDITIZIO BANCA CARIM - CASSA DI RISPARMIO DI RIMINI S.P.A.	18/11/1992	
5424.7	GRUPPO CREDITIZIO BANCA POPOLARE DI BARI	25/11/1998	
5216.7	GRUPPO CREDITO VALTELLINESE	16/06/1992	
20025.3	GRUPPO DELTA	01/01/2007	
3104.7	GRUPPO DEUTSCHE BANK	01/07/1992	
5390.0	GRUPPO ETRURIA	10/07/1992	
3011.4	GRUPPO HYPO ALPE ADRIA BANK	04/02/2005	
3151.8	GRUPPO HYPO TIROL BANK ITALIA	30/03/2010	
5000.5	GRUPPO ISTPOPOLBANCHE	16/02/1996	
1030.6	GRUPPO MONTE DEI PASCHI DI SIENA	23/07/1992	
3041.1	GRUPPO UBS ITALIA	31/05/2005	
2008.1	GRUPPO UNICREDIT	01/11/2010	
3111.2	GRUPPO UNIONE DI BANCHE ITALIANE (IN FORMA ABBREVIATA GRUPPO UBI BANCA)	01/01/2008	

Tavola III.

Tavole statistiche - 2010

Tav. 1

**IMPRESSE CHE ESERCITANO
L'ATTIVITA' ASSICURATIVA E RIASSICURATIVA IN ITALIA**

ANNI (situazione al 31.12)	IMPRESSE NAZIONALI				RAPPRESENTANZE DI IMPRESSE ESTERE			TOTALE IMPRESSE NAZIONALI ED ESTERE
	società per azioni	società cooperative	società mutue	Totale	con sede in un Paese extra U.E. o extra S.E.E.	con sede in un Paese U.E o S.E.E.		
						la cui vigilanza è esercitata dall'Isvap (*)	la cui vigilanza è esercitata dagli Organi di controllo dei rispettivi paesi di origine (**)	
2005	170	1	3	174	4	5	62	245
2006	164	1	3	168	5	5	68	246
2007	159	1	3	163	4		76	243
2008	159	1	3	163	3		81	247
2009	152	1	3	156	3		82	241
2010	147	1	3	151	2		89	242

SISTAN - ISVAP

(*) Rappresentanze in Italia di imprese di riassicurazione U.E. Dal 10.12.2007 tali rappresentanze sono sottoposte alla vigilanza esercitata dagli Organi di Controllo dei rispettivi Paesi di origine. A seguito dell'applicazione, in data 10.12.2007, della direttiva 2005/68/CEE relativa alla riassicurazione e recante modifica delle direttive 73/239/CEE e 92/49/CEE nonché delle direttive 98/78/CE e 2002/83/CE, l'Isvap ha cessato di esercitare la vigilanza di stabilità sulle rappresentanze di imprese di riassicurazione con sede in un altro Paese dell'U.E.. La direttiva è stata recepita in Italia con decreto legislativo del 29.2.2008, n. 56.

(**) Rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione U.E. che operano in regime di stabilimento e, dal 10.12.2007, rappresentanze in Italia di imprese di riassicurazione U.E..

Alla data del 31.12.2010 inoltre, operavano in regime di libera prestazione di servizi 959 imprese con sede nell'U.E. (o in altri Paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo) per le quali la vigilanza viene esercitata dagli Organi di controllo dei rispettivi paesi di origine.

Lista Gruppi Assicurativi al 31.12.2010

Denominazione Gruppo	Numero iscrizione Albo gruppi	Data iscrizione Albo gruppi	Data cancellazione Albo gruppi
AVIVA	38	24/03/2009	
AXA ITALIA	41	14/07/2009	
AXA MPS	24	08/08/2008	
CREDIT AGRICOLE ASSURANCES ITALIA	29	23/10/2008	
ERGO VERSICHERUNGSGRUPPE	34	28/11/2008	
EULER HERMES SIAC	16	15/07/2008	
FILO DIRETTO	39	24/03/2009	
GENERALI	26	12/09/2008	
GRUPPO ALICO ITALIA	40	19/06/2009	
GRUPPO ARAG ASSICURAZIONI	11	23/06/2008	
GRUPPO ASSICURATIVO ALLIANZ	18	24/07/2008	
GRUPPO ASSICURATIVO BANCA CARIGE	44	27/05/2010	
GRUPPO ASSICURATIVO EURIZONVITA	28	14/10/2008	
GRUPPO ASSICURATIVO FONDIARIA-SAI	30	31/10/2008	
GRUPPO ASSICURATIVO POSTE VITA	43	29/04/2010	
GRUPPO ASSICURATIVO SACE BT	21	01/08/2008	
GRUPPO ASSICURATIVO SARA	1	28/05/2008	
GRUPPO ASSICURATRICE MILANESE	9	12/06/2008	
GRUPPO CATTOLICA ASSICURAZIONI	19	01/08/2008	
GRUPPO CBA	32	11/11/2008	
GRUPPO CF ASSICURAZIONI	42	19/11/2009	
GRUPPO IMA ITALIA ASSISTANCE	25	01/09/2008	
GRUPPO ITAS ASSICURAZIONI	10	12/06/2008	
GRUPPO LE ASSICURAZIONI DI ROMA	3	28/05/2008	
GRUPPO NATIONALE SUISSE ITALIA	13	03/07/2008	
GRUPPO SEQUOIA	27	08/10/2008	
GRUPPO UNIQA ITALIA	7	10/06/2008	
GRUPPO VITTORIA ASSICURAZIONI	8	10/06/2008	
GRUPPO ZURICH ITALIA	2	28/05/2008	
HDI ASSICURAZIONI	15	15/07/2008	
HELVETIA	31	31/10/2008	
MEMO	37	09/03/2009	
NET INSURANCE	23	07/08/2008	
PRAMERICA	17	15/07/2008	
REALE MUTUA	6	10/06/2008	
RI.FIN	14	08/07/2008	

Tavola IV.

PROSPETTO DIMOSTRATIVO DELL'ADEGUATEZZA PATRIMONIALE

Metodo del "consolidamento contabile"

Conglomerato:	XXXXXXXX
Anno	

(dati in
€/milioni)

numero voce	denominazione voce	Segno	Importo
(1)	Capitale e altri strumenti patrimoniali (al netto azioni proprie)	(+)	
(2)	Sovrapprezzi di emissione	(+)	
(3)	Riserve di utili	(+)	
(4)	Capitale e riserve di pertinenza di terzi	(+/-)	
(5)	Utile (perdita) dell'esercizio	(+/-)	
(6)	Avviamento e altri elementi immateriali	(-)	
(7)	Passività subordinate computabili	(+)	
	di cui:		
(8)	- emessi e computabili da componenti assicurative	(+)	
(9)	- emessi e computabili da componenti bancarie	(+)	
(10)	Altri elementi positivi	(+)	
(11)	Altri elementi negativi	(-)	
(12)	Filtri prudenziali:	(+/-)	
	Di cui		
(13)	- assicurativi	(+/-)	
(14)	- bancari	(+/-)	
(15)	- variazione per rapporti reciproci	(+/-)	
(16)	Totale dei mezzi patrimoniali del conglomerato		0
(17)	Requisiti patrimoniali delle componenti bancarie	(-)	
(18)	Margine di solvibilità richiesto delle componenti assicurative	(-)	
(19)	Totale delle esigenze patrimoniali del conglomerato		0
(20)	Eccedenza (deficit) del conglomerato		0

Tavola V.

Fasi di applicazione (le aree ombreggiate indicano i periodi di transizione)

(tutte le date decorrono dal 1° gennaio)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Dal 1° gennaio 2019
Indice di leva (<i>leverage ratio</i>)	Monitoraggio regolamentare		Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013 – 1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015					Migrazione al primo pilastro	
Requisito minimo per il <i>common equity</i>			3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
<i>Capital conservation buffer</i>						0,625%	1,25%	1,875%	2,50%
Requisito minimo per il <i>common equity</i> più <i>capital conservation buffer</i>			3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Introduzione delle deduzioni dal CET1 (compresi gli importi eccedenti il limite per DTA, MSR e investimenti in istituzioni finanziarie)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (<i>tier 1</i>)			4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Requisito minimo per il capitale totale			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Requisito minimo per il capitale totale più <i>capital conservation buffer</i>			8,0%	8,0%	8,0%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Strumenti di capitale non più computabili nel <i>non-core tier 1</i> e nel <i>tier 2</i>			Esclusione su un arco di 10 anni con inizio dal 2013						
Indice di copertura della liquidità (<i>liquidity coverage ratio</i>)	Inizio periodo di osservazione				Introduzione standard minimo				
Coefficiente dei fondi di approvvigionamento stabili (<i>net stable funding ratio</i>)		Inizio periodo di osservazione						Introduzione standard minimo	