

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

2011

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Direzione Scientifica

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

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato di Redazione

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi

Consulenza ICT ed Organizzativa

N. Casalino

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

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

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, L. Di Brina, G. Di Taranto, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, G. Nicolini, M. Pellegrini, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, V. Troiano, A. Urbani, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* - in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione - ai membri del *Comitato*, perché i medesimi - entro un congruo termine - formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

S. Amorosino, A. Blandini, E. Bani, P. Benigno, C. Brescia Morra, E. Cardi, F. Colombini, G. Conte, L. De Angelis, C. De Caro, M. De Benedetto, P. De Carli, L. Di Brina, G. Di Taranto, R. Lener, F. Maimeri, G. Nicolini, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, A. Romano, M. Sepe, D. Siclari, V. Troiano, A. Urbani

SOMMARIO

PARTE PRIMA

FRANCESCO CAPRIGLIONE - <i>Le amministrazioni di controllo del mercato finanziario. La particolare posizione della Banca d'Italia</i>	1
ANTONELLA ANTONUCCI - <i>L'intermediazione finanziaria non bancaria nel d. Lgs. 141/2010. Profili di sistema</i>	29
MARCO SEPE - <i>La contrattazione over the counter</i>	45
MARCO MAUGERI - <i>Sul nuovo "protocollo di autonomia" della Assogestioni</i>	75
ELISABETTA BANI - <i>Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La volcker rule come risposta degli Usa</i>	109
SIMONE MEZZACAPO - <i>Mos and jus in financial markets regulation: the impact of ethical commitments on investment decisions and shareholder activism</i>	160
MIRELLA PELLEGRINI - <i>La conflittualità in ambito bancario a seguito della crisi finanziaria</i>	185
RAINER MASERA - <i>The Basel III global regulatory framework: a critical review</i>	199
FRANCESCO CAPRIGLIONE, GABRIELE SEMERARO - <i>Il Security Market Programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE</i>	257

ANTONELLA ANTONUCCI - <i>The Mandatory ADR in the Financial Services</i>	284
FABIANO COLOMBINI - <i>Crisi finanziarie e risk management. Rilievi critici</i>	297
VALERIO LEMMA - <i>Tracciabilità e vigilanza sui sistemi di pagamento dopo il d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (cd. «Salva Italia»)</i>	323
MICHELE MIRAGLIA - <i>Banche islamiche: criticità del sistema e profili di regolamentazione. Prospettive di armonizzazione</i>	338

PARTE SECONDA

DOMENICO SINCLARI - <i>La responsabilità civile della Consob tra limitazione ex lege e overcompensation giurisprudenziale (Corte di Cassazione, 23 marzo 2011, n. 6681)</i>	1
ANGELA TROISI - <i>La segnalazione delle <<sofferenze>> alla Centrale dei Rischi. Implicazioni sul problema della tutela della privacy (Corte Suprema di Cassazione 24 maggio 2010, n. 12626)</i>	25
ANDREA MIGLIONICO - <i>Separazione patrimoniale delle sgr e caratteri dei fondi immobiliari (Corte di Cassazione, 15 luglio 2010, n. 16605)</i>	51
FILIPPO MURINO - <i>Il potere dell'intermediario di disporre della res costituita in pegno regolare tra disciplina di diritto comune e disciplina di diritto speciale (Corte d'Appello di Torino, I sezione civile - Sentenza 26 gennaio 2011)</i>	79

ANTONELLA ANTONUCCI - <i>ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale</i> (Corte Costituzionale, 21 luglio 2011, n. 218)	117
DIEGO ROSSANO - <i>Il disposto dell'art. 117 T.U.B. e gli obblighi di esecuzione del contratto di conto corrente</i> (Corte di Cassazione, 14 febbraio 2011, n. 3574)	141
NIKOLAUS SUCK - <i>La serialità della diffusione come parametro per la valutazione della pubblicità ingannevole</i> (Consiglio di Stato, 21 settembre 2011, n. 5297)	165

PARTE PRIMA

LE AMMINISTRAZIONI DI CONTROLLO
DEL MERCATO FINANZIARIO.
LA PARTICOLARE POSIZIONE DELLA BANCA D'ITALIA. *

ABSTRACT: This paper goes over the models of supervision authorities of financial market, focusing on particular role of Bank of Italy. The research considers the consequences of the recent financial crisis and the new arrangement of European financial system architecture, designed by Community on the base of «J. de Larosière Report» recommendations. In this context, it is possible to argue that it is time to renew the function of Credit and Saving Interdepartmental Committee (CICR) within the Italian banking system, taking away the political direction of the above-mentioned Committee over Bank of Italy. Then this paper goes over the procedural techniques that characterize the intervention area of the Committee, called to exercise complex functions in line with the recent developments of economics and finance.

1. Affrontare l'analisi del ruolo e della posizione giuridica delle «autorità amministrative indipendenti» nell'attuale quadro istituzionale è indagine che, nella prospettiva di una loro ridefinizione normativa, deve sottoporre a verifica gli elementi di omogeneità / disomogeneità del vigente sistema disciplinare.

* Si riproduce il testo dell'Audizione tenuta il 26 gennaio 2011 presso la Prima Commissione della Camera dei Deputati nel corso dell'«Indagine conoscitiva sulle Amministrazioni indipendenti».

Si dovrà procedere, quindi, ad una ricognizione dei «modelli di Autorità», avendo riguardo non solo alle indicazioni rivenienti dai principi costituzionali e da quelli comunitari, ma anche alle implicazioni della recente crisi finanziaria; crisi che di certo ha inciso sulla «tenuta» dell'attività dalle medesime svolta, mettendo a dura prova la ricerca di risultati in grado di assicurare stabilità e sviluppo al sistema Paese.

Dovendo circoscrivere in questa sede il mio intervento a valutazioni che - rifacendosi ad un'esperienza di studi in materia di circa mezzo secolo - consentano di evidenziare taluni profili problematici del dibattito sulle «amministrazioni» di controllo del mercato finanziario, mi soffermerò sulla posizione della Banca d'Italia, da sempre al centro dei miei interessi scientifici nella continuità di un'indagine che risale a trent'anni di lavoro da me trascorsi in detta istituzione.

La mia indagine muove, dunque, dalla valutazione della crisi finanziaria, che negli anni recenti ha colpito gran parte del pianeta, incidendo sulla stabilità dei sistemi economici. Gli studi in argomento hanno messo a fuoco gli effetti di un mercantilismo che assume dimensione crescente e tende ad affermare il primato dell'economia sulla politica (Tremonti); donde la riconduzione della crisi alla globalizzazione, alla inadeguatezza degli accordi che di fatto hanno eliminato le barriere tra gli Stati ed ai limiti delle politiche che hanno supportato detto processo. Per quanto concerne l'Europa è stata posta in serio rischio la possibile attuazione del programma comunitario; si individuano, infatti, i pre-

supposti di una ipotizzabile eurosclerosi, espressione la cui portata semantica riconduce ad un complesso di difficoltà o, comunque, di disfunzioni operative (riverenti soprattutto da carenze della regolazione vigente) che incidono negativamente sulle possibilità di sviluppo dell'UE.

A livello generale alcune certezze in merito agli accadimenti in parola sembrano, al presente, acquisite: la delimitazione dei confini morfologici della crisi e le diversificate modalità di gestione delle emergenze evidenziano la riferibilità a pratiche finanziarie fondate su una «traslazione dei rischi» tra i differenti mercati. E' questa una sintomatica conseguenza del carattere bancocentrico dei sistemi finanziari e del processo di globalizzazione di cui è stato richiamato, la cui realizzazione è avvenuta senza essere accompagnata da una completa omogeneizzazione dell'ordine giuridico. Si sottolinea che la ragione della crisi risiede nella debolezza del mercato, divenuto tale perché non adeguatamente regolato e si delinea una realtà caratterizzata da una «insufficiente armonizzazione delle normative prudenziali» (Boccuzzi). Da qui l'ovvia, conseguente incertezza nell'identificare soluzioni condivise con riguardo alle tecniche necessarie per il superamento delle criticità, incertezza dovuta anche ad una ridotta capacità di analisi dei rischi macroprudenziali.

Aspetto significativo degli accadimenti patologici in parola è stato, in taluni paesi, il cedimento della supervisione pubblica, attesa soprattutto l'evidente difficoltà con cui l'attività di vigilanza ha fronteggiato l'avvento della crisi nell'ambito europeo e, più

in generale, in quello globale. Ciò, nonostante la positiva valutazione della tempestività dimostrata dall'autorità monetaria dell'Eurosistema e dalla FED nell'adottare misure appropriate a favore degli intermediari messi in difficoltà dagli eventi di cui trattasi.

Più in particolare, a livello UE è emersa la notevole carenza delle forme di accordo operativo tra le competenti autorità di controllo. Si sono evidenziati i limiti di un sistema disciplinare comunitario che ha affidato (in via prevalente) al meccanismo comitologico la ricerca di adeguati equilibri tra Stati con regolazioni differenti; si è avuto modo di verificare come, a fronte di una diversa ampiezza delle reti di protezione, vi è stata una diseguale capacità reattiva dei paesi nel contrastare la crisi.

In tale premessa, l'analisi si è spostata alla valutazione dei «rimedi» adottati e da adottare al fine di avviare un processo virtuoso che consenta di superare la situazione di difficoltà e di stallo in cui tuttora versano molti paesi del globo. La constatazione che gli orientamenti dei governi volti a conseguire forme di rafforzamento dei sistemi economici appaiono differenziati nella individuazione sia dei destinatari delle misure anticrisi (i.e. imprese, banche, enti locali, ecc.), che delle modalità tecniche all'uso utilizzate (ammortizzatori sociali, social card, aiuti finanziari, riduzioni fiscali, ecc.) induce a ritenere auspicabile più che un «cambio radicale di passo, o paradigma, ... l'affinamento dei sistemi di controllo» (Montedoro).

Rafforzare la tecnicità e l'indipendenza degli organismi che regolano il mercato allo scopo di identificare più appropriate

modalità disciplinari nella sottoposizione a vigilanza degli intermediari diviene l'imperativo categorico da seguire (Masera). Conseguono la puntualizzazione degli obiettivi preordinati alla indicata finalità: a) avvalersi delle garanzie di oggettività che vengono da una expertise che i regolatori hanno accumulato nel tempo; b) mirare ad un potenziamento delle forme di vigilanza fondato su una più approfondita conoscenza delle problematiche da affrontare; c) predisporre più idonee fonti di informazione ed una più congrua canalizzazione di queste ultime; d) cooperarsi per un rinnovamento delle modalità di coordinamento (a livello interno ed internazionale) dell'azione che fa capo ad autorità diverse, dando corso ad un processo di convergenza delle funzioni di vigilanza.

Con riguardo specifico alla realtà del nostro Paese - nel riferimento al principio costituzionale dell'adequazione, che «tipicamente struttura le forme organizzative del diritto pubblico» (Montedoro) - il perseguimento degli obiettivi testé indicati necessita della consapevolezza che i mercati, nel loro divenire, hanno bisogno di un'attività di conformazione giuridica che cambia nel tempo (e, dunque, va storicizzata). Conseguono l'esclusione di ogni ipotesi riduzionista del ruolo di tali amministrazioni, la cui funzione tecnica dovrà comunque essere esercitata in linea con le caratteristiche che ne qualificano l'essenza in chiave di indipendenza (dalla politica), di peculiarità dell'organizzazione e di apertura interventistica.

La stagione di riforme, che si iscrive nel quadro della realtà

post-crisi, nel coinvolgere le autorità di vertice dell'ordinamento finanziario italiano, dovrà raccordare in termini nuovi le manifestazioni del potere amministrativo alle esigenze della razionalità economica sottesa alla logica del mercato. I modelli organizzativi, le prassi determinate dalla quotidiana azione di vigilanza, oltre al rispetto della regola giuridica, dovranno evidenziare un'impostazione di rigore comportamentale che conferisca nuova valenza al collegamento tra posizione di preminenza funzionale e regime d'indipendenza tipico delle amministrazioni in esame.

2. Il fenomeno delle cd. amministrazioni indipendenti consente di delineare un quadro ordinatorio della funzione pubblica ben diverso da quello conosciuto in epoche passate. Infatti, l'attivazione di autorità, munite di autonomia, che esercitano funzioni in altri tempi riconducibili all'azione dello Stato, segna il tramonto della sacramentale formula organizzativa che aveva connotato lo Stato di diritto. La neutralità, che caratterizza dette amministrazioni, incide sulla sfera dei poteri dello Stato, per un verso sottraendo a quest'ultimo il governo ed il controllo di comparti che richiedono un costante riscontro di conformità giuridica, per altro incentivando il riconoscimento di una maggiore forza dei poteri prescrittivi del medesimo.

Nel valutare la posizione giuridica di talune istituzioni, la dottrina si è soffermata sui contenuti del rapporto che esse intrattengono con la politica, essendo in concreto destinatarie di una delega da parte di quest'ultima alla regolazione di specifici settori

dell'ordinamento. La peculiarità del rapporto tra politica e tecnica nell'attività delle amministrazioni indipendenti viene posta, dunque, a base delle costruzioni che, in modalità diverse, riconducono alla diffusione del potere terzo la formazione di «una riserva a d'amministrazione oggettiva» (Montedoro).

In un mondo in fieri, caratterizzato da un continuo processo di transizione, la definizione di tale rapporto varia nel tempo e si gioca su margini ristretti: le soluzioni prospettabili in materia appaiono, infatti, condizionate dall'interrogativo circa l'effettività del ritiro della politica dal quadro ordinatore di importanti settori dell'ordinamento e dei mercati. Più in particolare, si ravvisano nella fattispecie gli estremi di una «semi-indipendenza» (dal Governo, ma non dalla politica) (Amato); se ne ipotizza lo sviluppo nell'ambito dello «stato osmotico», vale a dire che definisce in un continuum il confine tra potere e libertà (Predieri) ovvero in uno spazio amministrativo «aperto» (Franchini); se ne delinea l'indipendenza nella soggezione alla sola legge (Scoditti) e nell'essere sganciate da ogni «rapporto di subordinazione» (Caianiello). In tale contesto, appare evidente l'importanza dell'organizzazione, cui è rimessa la possibilità di garantire l'oggettività dell'azione amministrativa (fondata essenzialmente su valutazioni di natura tecnica) e, dunque, di consentire alle istituzioni in parola la conservazione del proprio ruolo.

Su un piano generale, la dottrina individua nella statuizione dell'art. 3, comma 2, Cost., il presupposto dell'obbligo a carico della Repubblica di rimuovere gli ostacoli che impediscono

l'effettiva partecipazione all'organizzazione politica-economica e sociale del Paese (i.e.: del fondamento costituzionale della partecipazione) (Pubusa). Conseguisce la legittimazione del ruolo istituzionale di tali autorità: questa è ricondotta ad alcune disposizioni della Carta (artt. 97 e 98 Cost.) dalle quali è possibile evincere la configurabilità nel nostro ordinamento di «apparati», cui sono riservati spazi operativi da ricoprire in posizione di indipendenza rispetto all'autorità politica.

Nell'inquadramento delle amministrazioni tecniche cui compete il controllo sul settore finanziario, l'analisi muove dalla definizione del rapporto di direzione politica - attività amministrativa, che fin dalla legislazione degli anni Trenta è stato identificato come dato caratterizzante della struttura del settore bancario (con un particolare coinvolgimento della Banca d'Italia); si prendono poi in considerazione i contenuti di detta relazione, avendo riguardo alla diversa realtà giuridica che caratterizza gli altri organismi al vertice del nostro ordinamento finanziario (Consob, Antitrust, Isvap, Covip). Di fondo, la ricerca appare orientata alla scelta tra sistema ad autorità unica ovvero improntato ad un pluralismo autoritativo.

In detto ambito d'indagine, a partire dagli inizi degli anni Novanta del novecento, la dottrina valuta positivamente il riconoscimento all'autorità tecnica della possibilità di procedere autonomamente nell'azione di vigilanza sul settore. Ed invero, l'attribuzione alla banca centrale di poteri di normazione secondaria fa ritenere ad alcuni studiosi ipotizzabile l'eliminazione

dell'autorità politica dalla struttura di vertice dell'ordinamento bancario o, quanto meno, una diversa modalità di raccordo tra politica e tecnica nella definizione dei criteri-guida del controllo sul settore (Merusi, Belli, Costi).

Sotto altro profilo, la presenza di una pluralità di autorità amministrative appare in linea con una visione sistemica che esalta il momento della tecnica nella funzione di controllo; i dati che comunemente vengono indicati come elementi caratterizzanti le figure in parola (relativa separazione dal potere esecutivo, posizione di terzietà rispetto agli interessi coinvolti nei settori di riferimento, tecnicismo dell'azione) sono posti a fondamento delle costruzioni che danno prevalente e/o esclusivo rilievo al profilo della garanzia nelle scelte dei possibili modelli di vigilanza assumibili.

Inoltre, le diverse modalità in cui dette amministrazioni si raccordano con la politica, nel dare spazio alla configurazione di un rapporto ambiguo, confermano il convincimento che l'*accountability* dell'autorità tecnica (di per sé indicativa di una responsabilità generale assunta nei confronti del corpo sociale) costituisce idoneo presupposto per il conseguimento da parte delle medesime di una posizione di piena autonomia.

Con riferimento, poi, alla seconda area di ricerca, l'opzione prevalsa in sede legislativa per una proliferazione delle amministrazioni di controllo (Consob, Antitrust, Isvap, Covip) competenti con riguardo agli specifici settori in cui si articolano i rapporti finanziari induce a ritenere superato lo schema della autorità

unica. Ci si allontana così dalla formula che, in origine, aveva caratterizzato la regolazione del settore (nella quale, fino alla metà degli anni Settanta del novecento, l'unitarietà del fenomeno moneta-credito, interagendo sulla definizione della problematica in parola, aveva portato al riconoscimento nella Banca d'Italia di un'estesa gamma di poteri di intervento su tutta la materia finanziaria).

La formazione di un assetto istituzionale di vertice dell'ordinamento finanziario caratterizzato dalla presenza di molteplici amministrazioni indipendenti si pone, tuttavia, alla base di un'ampia problematica, che spazia dall'esigenza di porre «limiti alla proliferazione di apparati di questo tipo» (Demartin), alla necessità di rifuggire il fascino di «semplificazioni unificanti» (Amato). Ciò che appare ineludibile conseguenza di tale processo è l'individuazione di congrue forme di coordinamento operativo tra dette autorità; il nostro legislatore - in apposite statuizioni dei testi unici bancario (art 7) e finanziario (art. 4) - identifica nella «collaborazione» il criterio guida per lo svolgimento di un'azione congiunta (da parte delle medesime), cui si ricollega uno scambio di informazioni non coperte dal «segreto d'ufficio».

Si individua, quindi, un'opzione normativa per un modello che riconduce ad «unità giuridica» l'attività pubblica connotata dal pluralismo istituzionale (De Bellis); tale modello fa riferimento ad una logica funzionale che presuppone un riparto di competenze disposto sulla base delle finalità della vigilanza. Detta opzione troverà poi esplicito riconoscimento nei provvedimenti le-

gislativi assunti in tempi successivi ai nominati testi unici: la legge n. 262 del 2005 (cd. legge sul risparmio), prima, il decreto lgs. n. 164 del 2007 (di recepimento della direttiva n. 2004/39/CE, cd. MiFID) poi; normativa che, nel ridefinire i compiti relativi alle funzioni in detti provvedimenti regulate, si conforma all'indicato criterio ordinatorio.

Al riguardo, va fatto presente che una definizione dello schema interventistico «per finalità» e non «per soggetti» venne ricercata già agli inizi degli anni Novanta del novecento (Commissione Sarcinelli) e che un primo organico tentativo in tale direzione si ebbe nei lavori parlamentari relativi al d.d.l. governativo sulla «tutela del risparmio» (Atti, Camera, n. 4705).

L'esigenza riformatrice espressa in detta sede ipotizzava la soppressione dell'Isvap e della Covip, in linea con un disegno volto a superare lo schema all'epoca vigente «fondato sulla divisione delle competenze in ragione della materia e dei soggetti vigilati» (relazione tecnica al citato d.d.l.). La rinuncia a tale aspetto innovatore della sistemica bancaria e finanziaria - all'epoca causata dalla mancanza di un adeguato supporto della politica - ha comportato una caratterizzazione in chiave ibrida del modello italiano; è stato così rinviato a tempi futuri il completamento del processo di modernizzazione del nostro ordinamento.

3. Passando all'esame specifico della posizione istituzionale della Banca d'Italia, va in primo luogo precisato che il riferimento al ruolo di banca centrale - ed, in particolare alle funzioni ad essa de-

mandate dall'ordinamento - ha fatto ritenere possibile, fin da tempi lontani, l'identificazione di una posizione di indipendenza di tale ente. Significative, al riguardo, le tesi che definiscono in chiave costituzionale il livello di governo del soggetto che è a capo della Banca d'Italia (Merusi) ovvero che ravvisano nell'enunciato dell'art. 47 Cost. il presupposto per individuare nella banca centrale un'istituzione di governo a legittimazione tecnica (D'Onofrio). L'indipendenza di quest'ultima viene riportata, quindi, in un ambito di costituzione materiale, evitando le critiche ipotizzabili ove si fosse proceduto sulla base di argomentazioni giuridico formali.

È evidente come tale tesi sintetizzi adeguatamente la rappresentatività, nell'azione della Banca d'Italia, di ragioni di necessità economica, non disgiunta da autonomia d'analisi nella ricerca degli strumenti ottimali per il raggiungimento delle finalità perseguite.

I mutamenti nella sfera di attribuzioni della Banca d'Italia, recati da provvedimenti normativi di derivazione comunitaria (d. lgs. 14 dicembre 1992, n. 481; d. lgs. 1° settembre 1993, n. 385) confermano la possibilità di riconoscere ad essa una posizione di neutralità tecnica. Ciò, nonostante l'orientamento espresso dalla legge n. 262 del 2005 che, in una logica di emergenza, interagendo sul ruolo istituzionale di tale ente, lo espone al rischio di una perdita (o, quanto meno di una riduzione) della propria autonomia: il nuovo procedimento di nomina del Governatore (art. 19, comma settimo) e la previsione normativa che istituisce una «Commissione per la tutela del risparmio» alle dirette dipendenze del Presidente del Consiglio dei Ministri (art. 30, terzo comma)

non lasciano dubbi al riguardo, anche se sul piano delle concretezze si riscontra un iter applicativo virtuoso seguito dalla politica.

A ben considerare, peraltro, la posizione giuridica della Banca d'Italia, ove riguardata alla luce del diritto vigente, è tale che essa non può essere definita tout court alla stregua di «amministrazione indipendente» (neppure «allo stato nascente», come è sostenuto da qualche autore¹) (Merusi); a meno che non s'intendano disattendere le inequivoche indicazioni fornite dal legislatore del testo unico bancario (art. 2 e 4 t.u.b.).

L'«alta vigilanza» in materia di credito e di tutela del risparmio da detto complesso dispositivo attribuita al C.I.C.R. mi ha indotto a ritenere, fino a tempi recenti, che un intervento della Banca d'Italia, carente sotto il profilo della riferibilità alla politica, dovesse intendersi privo di legittimazione; ciò in quanto venuta meno detta essenza caratterizzante, esso appare sfornito delle garanzie derivanti dalla presenza di un adeguato sistema di *check and balances*, che nei paesi anglosassoni assicura la dialettica necessaria al funzionamento della democrazia di mercato.

Significativa, al riguardo, mi appariva l'indicazione dottrinale che - valutando la connessione tra la funzione delle amministrazioni indipendenti e la soluzione dei problemi dello Stato sociale e post-assistenziale - sottolineava la «fagocitazione della politica da parte dell'economia e la riduzione del ruolo dello Stato» (Manetti).

In altri termini, il riferimento all'indirizzo politico del

C.I.C.R., in costanza di una puntuale previsione legislativa, costitutiva per me e presupposto ineludibile per convalidare l'interpretazione degli interessi sociali fornita nelle «strategie» adottate dall'istituzione in parola (la quale, intervenendo sul settore economico finanziario, incide su processi che investono in maniera obiettiva la realtà sociale del Paese). Tale considerazione era, a mio avviso, avvalorata dal fatto che gli atti-direttive assolvono una funzione che può definirsi preparatoria rispetto all'esercizio dei poteri amministrativi, per cui mi appariva coerente la conclusione di ascrivere alla responsabilità politica le scelte effettuate in sede tecnica.

Tale ordine di valutazioni non mi sembra più possibile alla luce dei recenti provvedimenti comunitari che hanno innovato il vertice dell'ordinamento finanziario europeo. Ed è vero, l'architettura di tale ordinamento, nel disegno che fa capo alle indicazioni di J. de Larosiere, prevede un organismo - il Consiglio europeo per il rischio sistemico (ESRC), con a capo il Presidente della BCE - incaricato di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici e, dunque, competente ad emanare inputs e guide-lines per la prevenzione dei rischi macrosistemici. A tale organismo si affianca il Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza Finanziaria (ESFS), consistente in una rete di autorità nazionali che cooperano con tre nuove autorità europee (EBA, EIOPA ed ESA) al fine di salvaguardare la solidità delle singole imprese finanziarie e proteggere gli investitori. Per quanto concerne in particolare il

settore bancario, l'auto rità di controllo (l'E BA) è munita di un apposito potere volto ad elaborare ed emanare *standards* di vigilanza.

E' evidente che si versa in presenza di un orientamento disciplinare che, con riguardo alla formazione dei processi normativi del nostro Paese, tende a sostituire alle «direttive» del C.I.C.R. quelle di provenienza europea. Ciò implica, a mio avviso, una sorta di sostanziale svuotamento (o quanto meno ridimensionamento) della funzione del C.I.C.R., che conseguentemente arretra nella sua capacità d'incidenza in ordine alle determinazioni della Banca d'Italia. Forse sono maturi i tempi per pensare ad una rivisitazione del rapporto che il Comitato intrattiene con la predetta Amministrazione di controllo!

Più in particolare, il legislatore dovrà tener conto del diverso ordine sistematico in cui può trovare collocazione l'intervento del C.I.C.R.; e ciò, nel senso che l'atto di direzione politica dovrebbe essere disancorato da una stretta e diretta riferibilità alla più volte nominata Amministrazione di controllo del settore bancario. Inoltre, la legge dovrebbe prevedere per quest'ultima la facoltà di valutare autonomamente se aderire o meno alle indicazioni provenienti dalla politica. Ove tale impianto disciplinare venga accolto in sede parlamentare, ad esso conseguirà il venir meno della soggezione (formale) che, ad oggi, caratterizza la posizione della Banca d'Italia nei confronti della nominata autorità politica; sarà finalmente riconosciuta alla nostra banca centrale l'indipendenza che legittimamente le spetta a

seguito della recente definizione degli assetti istituzionali europei. Potrebbe così concludersi il ciclo evolutivo di una lunga storia volta al conseguimento di un'autonomia, a fondamento della quale v'è impegno, capacità ed etica dei comportamenti.

Naturalmente, una soluzione normativa di tal genere consente di tener ferma la competenza del Comitato ad emanare direttive nelle materie che non rientrano nell'ambito di intervento delle autorità comunitarie o che, comunque, al presente non risultano ancora oggetto di regolazione in sede europea. Ciò a prescindere dall'ulteriore possibilità consentita al C. I.C.R. di declinare aspetti particolari delle politiche economiche negli orientamenti di vigilanza, riferibili naturalmente non più (e soltanto) alla Banca d'Italia, ma in generale a tutte le Autorità di controllo del mercato finanziario.

Altro aspetto di rilievo nella definizione delle questioni riguardanti la Banca d'Italia è la problematica concernente il suo assetto proprietario, sul quale la legge n. 262 del 2005 ha posto l'accento optando per un rinvio della fase disciplinare (da realizzarsi nel triennio successivo previo regolamento da adottare ai sensi dell'art. 17 della legge 23 agosto 1988, n. 400), la cui *ratio* è stata dalla dottrina ravvisata nella valutazione «degli oneri finanziari che l'esproprio delle quote oggi detenute dalle banche private avrebbe comportato» (Costi). Fino a questo momento non è stato adottato alcun intervento volto a dare esecuzione al menzionato disposto normativo.

Nel ricordare che, in base allo statuto del Sistema europeo

di banche centrali e della Banca centrale europea (art. 7), i governi degli Stati membri si impegnano a rispettare l'indipendenza delle banche centrali nazionali, vanno evidenziate le implicazioni negative di soluzioni che, in qualche modo, alterino l'assetto funzionale e la *governance* della Banca d'Italia (quali al presente risultano previsti dalle fonti disciplinari a quest'ultima relative).

Deve, in primo luogo, aversi riguardo al fatto che un'eventuale opzione normativa per il trasferimento della proprietà della Banca d'Italia nell'area pubblica (Stato, Regioni, enti morali) appare volta ad evitare la possibile situazione conflittuale, prospettata dalla dottrina, connessa alla circostanza che taluni soggetti bancari sono, al contempo, «partecipanti» al capitale della banca centrale e «sottoposti ai controlli di vigilanza creditizia» (Masciandaro e Tabellini).

Un orientamento normativo del genere non sembra possa essere condiviso in quanto fondato su una tesi che si connota per astrattezza, essendo priva di riscontri con riguardo alla configurazione strutturale e funzionale della Banca d'Italia (che non è assimilabile a quella di un'ordinaria società di capitali e si qualifica per il fatto che la governance dell'ente è nettamente distinta dall'esercizio delle sue funzioni istituzionali).

Va, quindi, considerato che al presente ingenti quantitativi di quote di partecipazione al capitale della nostra banca centrale risultano (a seguito dei processi di privatizzazione e di aggregazione tra enti creditizi) essere concentrati nelle due più grandi banche italiane (Banca Intesa ed Unicredit). Tale situazione appa-

re, peraltro, priva di conseguenze in relazione alla previsione dello statuto della nostra banca centrale che limita il potere di voto (art. 9), dissociandolo dalla quantità di quote possedute; ciò è d'impedimento a chiunque di assumere il controllo dell'ente, fermo restando che, come si è dianzi precisato, le funzioni istituzionali allocano al di fuori del controllo assembleare.

Tali considerazioni fanno dubitare dell'opportunità di un cambiamento dell'attuale assetto proprietario della Banca d'Italia volto a sostituire tout court gli attuali titolari delle quote partecipative al capitale di quest'ultima. Alle perplessità testé esposte se ne aggiungono altre connesse ad una soluzione politica nella quale venisse ipotizzato il passaggio alle «fondazioni bancarie» dei diritti amministrativi annessi alle quote, ferma la legittimità della partecipazione delle fondazioni al capitale della Banca d'Italia (prevista dall'art. 28 del decreto lgs. n. 153 del 1999). In tale evenienza, inevitabilmente la nomina dei «consiglieri superiori» della banca centrale finirebbe con l'essere riferibile, in via prevalente, all'ambito territoriale (centro-nord) nel quale è allocata la gran parte degli enti suddetti; soluzione decisamente contraria al «principio di perequazione» che è alla base della riforma del titolo V della Costituzione.

Ulteriori perplessità rinvengono da una soluzione (tempo addietro prospettata sulla stampa specializzata) che spostasse la proprietà delle quote partecipative al capitale della Banca d'Italia in capo alle Regioni. Ciò implicherebbe un'inevitabile riconducibilità delle nomine dei componenti degli organi amministrativi e

di controllo dell'ente a determinate parti politiche; donde il presumibile venir meno del tradizionale, consolidato atteggiamento della *governance* dell'istituto (di distacco dalla politica nello svolgimento delle relative mansioni).

Ciò posto, è auspicabile che - sulla base delle indicazioni dello stesso vertice della Banca d'Italia, che in materia si è richiamato alle variegate scelte organizzative rinvenibili in sede comparativa - la soluzione prescelta possa consentire di «salvaguardare, sia sul piano istituzionale, che su quello funzionale, l'indipendenza della banca centrale» (Draghi); ferma, peraltro, l'opportunità di addivenire comunque ad una equilibrata distribuzione delle quote in parola tra banche, assicurazioni e fondazioni.

4. L'evoluzione delle tecniche e dei rapporti economici è a fondamento di un'apertura operativa all'interno del settore finanziario che, riferita alla sfera d'intervento della Banca d'Italia, ne amplia la portata, dando contenuto ad una azione di rinnovamento delle forme di supervisione. A monte di tali processi si pone il nesso tra ricerca di soluzioni adeguate (nell'identificazione degli ambiti dell'azione pubblica) e ridefinizione dell'apparato strutturale di tale autorità, essendo a quest'ultimo rimessa la concreta possibilità di conseguire (mediante la sburocratizzazione dell'agere amministrativo) livelli funzionali correlati alle esigenze di valutazioni prudenziali sempre più complesse.

Al riguardo va fatto presente che la nostra banca centrale ha assunto nei tempi recenti una organizzazione in linea con la ri-

chiesta di conformazione giuridica proveniente dai mercati. Un apposito «Documento» sulla riforma degli assetti interni, predisposto dal Direttorio della stessa nel 2006, chiarisce le innovazioni strutturali che ad essa sono state recate, a seguito della legge n. 262 del 2005, al fine di individuare una più efficace ed efficiente capacità di intervento, congrua con gli obiettivi strategici che, a livello internazionale e nel Paese, dovranno essere perseguiti.

La Banca d'Italia si è sottoposta, quindi, ad un processo di autoanalisi, dal quale desumere i criteri-guida necessari per dar corso ad una puntuale revisione dei caratteri e delle funzioni dei suoi organi interni; la necessità di adeguare la propria configurazione ai cambiamenti della realtà economico finanziaria ha dato contenuto ai diversi aspetti di una «rivoluzione silenziosa» (Locatelli), a fondamento della quale v'è l'intento di modificare il previgente schema «gerarchico-funzionale», valorizzando nel contempo il grande patrimonio di conoscenza, professionalità e levatura morale di coloro che in essa operano.

Le significative modifiche recate alla governance ed ai profili organizzativi dell'Amministrazione in parola (a partire dall'approvazione del nuovo statuto, avvenuta con d.P.R. del 12 dicembre del 2006 ed a seguito del parere favorevole della BCE) ne disegnano il modello in termini di maggiore rispondenza (rispetto al passato) «alla domanda di trasparenza e di accountability» che viene ad essa indirizzata (Draghi).

Ciò posto, va sottolineato che, nella concreta determina-

zione delle forme di vigilanza, deve essere ascritto un significativo ruolo alla moderna tendenza evolutiva del diritto dell'economia a valorizzare l'«autonomia privata»; e ciò, vuoi nelle tecniche di formazione delle regole, vuoi nell'utilizzo di strumenti «giustiziali» che, in conformità a quanto è dato riscontrare in taluni sistemi progrediti, sono stati di recente introdotti anche nel nostro Paese.

Sotto il primo profilo, l'orientamento dell'autorità di procedere alla adozione di «atti regolamentari e generali» previa consultazione degli «organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori», consacrato dal disposto dell'art. 23 della l. n. 262 del 2005, reca un significativo apporto al processo di avvicinamento delle Amministrazioni di settore a coloro che operano nel mercato.

La formazione delle regole offre, quindi, all'autorità una singolare opportunità per relazionarsi con i soggetti privati nel perseguimento delle finalità di tutela dell'interesse pubblico, di cui la medesima è portatrice. Ed invero, la predisposizione di una formula ordinatoria che riflette le istanze di coloro che devono sottostare agli «atti regolamentari e generali» (che danno contenuto alla disciplina che si intende realizzare) lascia supporre la possibilità di pervenire a scelte dispositive sostanzialmente conformi alle prerogative dei soggetti che hanno partecipato all'identificazione dei contenuti della normativa.

Si è dato spazio, dunque, ad una costruzione disciplinare che rinviene nella partecipazione degli appartenenti

all'ordinamento finanziario lo strumento per correlare l'intervento dell'autorità (nell'ambito settoriale che ci occupa) alla innovativa tecnica procedimentale definita con l'introduzione della l. n. 241/1990 e del diritto di accesso. Ed invero, anche nella fattispecie normativa di cui all'art. 23 si rinvia il ricorso ad un «modello» incentrato sulla «condivisione/coordinamento degli interessi» pubblici e privati; più esattamente, può dirsi che, a fronte delle garanzie tipiche in passato assicurate dalla l. n. 241 ai privati (consentendo a questi ultimi la possibilità di prendere visione degli atti del procedimento), al presente l'intento riformatore delle modalità relazionali tra amministrazione e società civile trova specificazione nell'adozione della peculiare formula di consultazione prevista per la stesura degli atti regolamentari e generali.

È evidente come sia possibile e ricercare, per tal via, nuovi equilibri fra esigenze diverse: da quella del conseguimento di più elevati livelli di trasparenza nella valutazione degli interessi avuti di mira, alla censura di modi arbitrari ovvero di forme autoritarie nell'interpretazione dell'esistente (Torchia). Il corretto funzionamento dei mercati non può essere valutato in maniera avulsa dal riferimento a coloro che nei medesimi operano (il cui interesse non può essere sacrificato tout court dai meccanismi di mercato); l'attività di regolazione, pertanto, ove rifletta il criterio ordinato sopra indicato, riesce ad esprimere un potere disciplinare che tiene conto dell'«effettività del contraddittorio di tutte le parti che concorrono su un determinato mercato» (Merusi).

In linea con detta tecnica procedimentale, la Banca d'Italia predispone regole che, evocando la logica partecipativa, fanno perno su principi (motivazione e proporzionalità) volti a raccordare l'interesse alla stabilità del sistema e quello concernente la tutela degli appartenenti al settore. Ne risulta rafforzata la legittimazione di tale autorità allo svolgimento dei suoi compiti istituzionali, stante l'evidente collegamento dell'azione amministrativa all'affermazione del principio di legalità, ad un *agere* trasparente ed indirettamente vincolato dalle indicazioni dei soggetti destinatari della consultazione.

Con riferimento, poi, all'utilizzo di meccanismi decisionali che conducono a forme di «giudicato» poste in essere al di fuori del fenomeno giurisdizionale, necessita richiamare l'attività svolta dall'Arbitro bancario finanziario, previsto dall'art. 29 della l. n. 262 del 2005 ed introdotto dall'art. 128 bis t.u.b. L'istituzione di tale organismo ha dato vita ad una sorta di giustizia privata, in quanto l'attivazione del meccanismo di risoluzione delle controversie è condizionata dalla volontarietà dei soggetti procedenti. Si è in presenza, dunque, di decisioni non riconducibili all'agere giudiziale (preordinato all'accertamento del diritto), bensì ad un'azione di natura giustiziale (volta a dare giustizia) tipicamente propria della P.A.

Del resto, come è stato sottolineato in dottrina, da tempo si assiste ad un superamento della rigida divisione delle funzioni dello Stato, atteso il riscontro di fattispecie nelle quali «il giudice amministra» e «l'amministrazione si fa giudice» (Montedoro).

Sicché, appare indubbio che l'attività di cui trattasi, pur denotando carattere di sussidiarietà rispetto a quella giurisdizionale, non può essere considerata sostitutiva della medesima.

In tale contesto logico si giustifica la caratterizzazione dell'A.B.F., che denota una formula ordinatoria improntata ad uno stretto collegamento con l'Organo di vigilanza bancaria (il quale nomina la maggioranza dei componenti dei collegi giudicanti e fornisce la «segreteria tecnica» per l'istruzione dei procedimenti). Si spiega, altresì, la dichiarazione della Banca d'Italia di volersi avvalere di sìffatto organo decidente ai fini di un più compiuto esercizio dei propri compiti istituzionali (Carosio), per tal via asseverando la menzionata qualificazione giuridica ascrivibile alla funzione decisionale dell'A.B.F. e, più in generale, la propria interazione con quest'ultima.

Si evidenzia un ampliamento dell'area d'intervento della Banca d'Italia; il tradizionale armamentario delle amministrazioni indipendenti si colora, infatti, di un «potere terzo» che, nel dar contenuto ad una più intensa (rectius: innovativa) modalità di perseguire gli interessi di detta autorità di settore, non incide sul paradigma della giurisdizione. A tale ultimo riguardo rileva la mancanza, nell'*iter* procedimentale dell'Arbitro, di un contraddittorio processuale in ordine alla formazione della prova (tipica dei sistemi accusatori); mancanza che non è sostituita dai poteri d'ufficio dell'organo giudicante (come, invece, accadrebbe ove quest'ultimo fosse in grado di mettersi liberamente alla ricerca della prova).

Analogamente è a dirsi con riguardo ai tratti caratterizzanti la posizione di componente del collegio giudicante: sarebbe fuor di luogo ipotizzare, nella fattispecie, la riferibilità al sistema di garanzie che la nostra Carta costituzionale riconosce agli appartenenti all'ordinamento giurisdizionale.

5. Una significativa istanza al rinnovamento dell'azione di vigilanza bancaria proviene, poi, dal recepimento di alcune recenti direttive comunitarie ovvero dalla rivisitazione di specifiche parti del complesso disciplinare che regola l'attività d'intermediazione finanziaria.

A titolo esemplificativo si richiamano le particolari modalità operative che, a seguito del recepimento della MiFID (direttiva n. 2004/39/CE), caratterizzano l'esecuzione di ordini al di fuori dei «mercati regolamentati» o di un «sistema multilaterale di negoziazione».

Il riconoscimento ai soggetti bancari della qualifica di «internalizzatori sistematici» e, dunque, di una funzione finalizzata ad incidere positivamente sul meccanismo di formazione dei prezzi (Sepe), esalta il ruolo dell'Organo di vigilanza bancaria in un ambito d'attività che la normativa ordinariamente riconduce nella sfera di competenze della Consob. Ed invero, la sottrazione delle figure in parola ad un particolare regime autorizzatorio, unitamente all'esigenza di «garantire la parità concorrenziale tra intermediari e mercati» (Troiano), lasciano intravedere un impegno crescente della Banca d'Italia, vuoi nella verifica della «congruità

organizzativa» degli enti creditizi interessati a tal genere di operazioni, vuoi nella intensificazione delle «forme di collaborazione» con la Consob, in linea con una logica unificatrice del controllo sull'attività di cui trattasi (dove la riferibilità ad appositi «protocolli d'intesa» per la precisazione dei termini di detto coordinamento).

Vengono, altresì, in considerazione le statuizioni della normativa comunitaria in tema di «istituti di pagamento» (direttiva n. 2007/64/CE, recepita nel nostro ordinamento con decreto lgs. n. 11 del 2010). Da queste si evince che, a fronte di forme avanzate di tutela dei clienti (garantiti dalla previsione di «patrimoni separati»), si profilano nuovi fattori di rischio (di tipo operativo) rivenienti dalla integrazione tra piattaforme tecnologiche commerciali e finanziarie.

Sottesa a siffatta realtà è la configurazione di «nuove frontiere» nell'attività di vigilanza; ed invero, la Banca d'Italia - competente nella materia sopra indicata sia per i profili di stabilità dei singoli prestatori dei servizi di pagamento, sia per l'efficienza e l'affidabilità di questi ultimi (oltre che dei loro circuiti operativi) (art. 146 t.u.b.) - dovrà con la sua azione assicurare solidità al sistema ed adeguata tutela agli utilizzatori finali.

Non può sottacersi, tuttavia, che resta tuttora fuori dall'ambito della regolazione sui sistemi di pagamento l'ampia tipologia d'interventi imputabili agli addetti alle telecomunicazioni; trattasi di attività che, per capacità di diffusione e per dimensione dei trasferimenti monetari gestiti, necessita di una specifica

attenzione da parte del legislatore ai fini della sua riconduzione sotto il controllo dell'autorità di settore.

Sotto altro profilo incidono in modo notevole sulle forme esplicative dell'attività di vigilanza della Banca d'Italia le modifiche del quadro soggettivo della «intermediazione finanziaria non bancaria», disposte dal decreto lgs. n. 141 del 2010. Il riordino della regolazione in parola - improntato ad una maggiore coerenza sistemica della normativa concernente tale tipologia di intermediari con la restante realtà disciplinare del settore - ha affermato il principio secondo cui soltanto l'effettiva riconducibilità alla natura finanziaria dell'attività svolta legittima la sottoposizione a controllo. In tale contesto, si è proceduto, per un verso, all'eliminazione dell'apposita «sezione dell'elenco generale» prevista dall'ormai superato art. 113 t.u.b., per altro alla modifica dei criteri d'iscrizione negli «elenchi» di cui alla normativa previgente, all'uopo innovando i contenuti dell'art. 106 t.u.b.

Si è registrata, per tal via, un'apertura operativa dell'attività di gestione delle partecipazioni (dove la liberalizzazione di questa, in linea con la logica del mercato); si è proceduto nel contempo ad estendere agli intermediari finanziari iscritti nel nuovo art. 106 t.u.b. la «vigilanza prudenziale» tipica degli operatori bancari. A fronte di un evidente incremento del suo impegno interventistico, la Banca d'Italia dovrà risolvere, a livello di normazione secondaria, alcune delicate questioni non compiutamente definite dalla regolazione vigente. Mi riferisco, tra l'altro, all'individuazione della tipologia d'intermediari da prendere in

considerazione ai fini della composizione del «gruppo finanziario», il cui modello denota al presente peculiare rigidità, escludendo dal proprio perimetro alcune figure di intermediari finanziari non bancari.

6. Da quanto precede emerge un quadro complessivo nel quale l'attività delle amministrazioni di controllo del mercato finanziario - della Banca d'Italia, in particolare - appare protesa verso più ampie forme d'indipendenza, che trovano legittimazione in un modo operando viepiù orientato in chiave tecnica.

Sarebbe peraltro illusorio - e comunque non rispondente alla realtà giuridico istituzionale del nostro Paese - pensare ad un ritiro della politica a fronte dell'intervenuta affermazione di una più completa «neutralità» della Amministrazione; le opzioni che portano alla costruzione del mercato (tra le quali rileva il progetto di una allocazione ottimale delle risorse) sono logica conseguenza di scelte che possiamo definire di natura squisitamente politica. Pertanto, solo una crescita economica improntata a principi che raccordino le istanze del mercato a quelle provenienti dalla società civile - e, più in generale, ad una cultura della solidarietà (nella quale dovrebbe compendiarsi l'istanza politica) - consente un cambiamento della organizzazione pubblica coerente con un equilibrato rapporto tra processo economico, ordine giuridico e sviluppo sociale.

Francesco Capriglione

L'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NON BANCARIA
NEL D. LGS. 141/2010.
PROFILI DI SISTEMA

ABSTRACT: This paper concerns the reform of financial intermediaries enacted by the legislative decree no. 141/2010. This study - starting from the first set of rules (law no. 197/1991) up to the enabling act no. 88/2009 - offers a perspective on the impact of the reform over the financial system. The analysis of the new supervision approach emphasises a bipolarized organization, related to the kind of the financial firms' activity. The paper also focuses on the new rules related to credit guarantee consortia and to distribution network of credit contracts.

SOMMARIO: 1. L'intermediazione finanziaria 'residuale': dalle origini della disciplina al tub – 2. L'usura dell'organizzazione soggettiva del Titolo V del tub e la delega alla riorganizzazione – 3. Le ricadute di sistema della modificata impostazione disciplinare – 4. Il nuovo bipolarismo nell'organizzazione dei controlli – 4.1. Il rilievo sistemico dei confidi – 5. I tratti complementari dell'intervento sulla rete distributiva dei contratti di credito.

1. L'interesse – normativo e di vigilanza – nei confronti dell'indistinto universo che si muove lungo il perimetro esterno dell'attività delle banche ha una storia risalente e dotata di alcuni elementi di circolarità, che riemergono nella rinnovata disciplina degli intermediari del Titolo V tub.

Già all'emanazione della legge bancaria del '36 (ancor prima delle integrazioni e modifiche che la completeranno fino al '38), gli organi di governo del credito focalizzano lo sguardo al di fuori dell'esercizio congiunto delle attività proclamate "funzioni d'interesse pubblico" dall'art. 1 l. b.¹, "la raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito": con una delibera del '36, il Comitato dei ministri estendeva alcuni poteri informativi alle "aziende che esercitano il credito", senza raccogliere risparmio. Ritenendosi discutibile la saldezza del fondamento normativo dell'iniziativa, ricondotto all'art. 1 l. b., le istruzioni di vigilanza commisurano tali poteri a "fini statistici", per ottenere una "visione d'insieme di tutti gli organismi che compiono siffatte operazioni". Tale linea d'intervento lentamente si è spenta, mentre dagli anni '50 nascono regole per le holding, a fini fiscali e di controllo sulle strutture societarie².

Comunque, permane la percezione di una zona grigia di attività, su cui ricade, molti decenni dopo, l'intervento della legge antiriciclaggio, n. 197 del 1991³, che coglie l'occasione contingente, data dalla palese sinergia fra lotta al riciclaggio e disciplina dell'intermediazione finanziaria e, con "eterogenesi dei fini"⁴, organizza - prima che un sistema di controlli - una ricognizione, un cen-

¹ Sulla portata di tale "peculiare qualificazione pubblicistica" v. CAPRIGLIONE, *Commento all'art. 1*, in *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Milano, 1990, I, 41.

² Per un dettagliato esame delle discipline qui accennate v. ANTONUCCI, *Merchant banking*, Bari, 1989, 199 ss.

³ Evidenzia il collegamento fra la legge riciclaggio e la legge (n. 52) che nello stesso anno interveniva a disciplinare le società di factoring, entrambe originate da "l'aumento e soprattutto la diversificazione delle attività esercitate dalle società finanziarie", CLEMENTE, *Commento all'art. 106*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, 2° ed., Padova, 2001, II, 846.

⁴ Cfr. BELVISO U., *Gli intermediari finanziari residuali (tra storia e nomenclatura)*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli, Contento, Patroni Griffi A., Porzio, Santoro, Bologna, 2003, II, 1793.

simento di soggetti indistintamente operanti nell'area finanziaria e non sottoposti ad alcuna disciplina di settore; censimento a raggio tanto ampio da estendersi anche a chi non operasse – non dichiarasse di operare – nei confronti del pubblico. E per la ricognizione utilizza l'UIC, impegnato nei compiti assegnati dalla legge antiriciclaggio, riservando alla Banca d'Italia un controllo più selettivo e mirato.

Si interviene così per la prima volta in modo organico su un'ampissima zona grigia dell'intermediazione finanziaria, mirando “alla definitiva configurazione dell'assetto della finanza residuale”⁵, con disciplina che costituisce l'antecedente prossimo delle norme poste dal Titolo V tub, che ne ripropone i tratti caratterizzanti, pur riportando una serie di modifiche dovute sia a variazioni delle norme che al loro inserimento nel corpus del nuovo T.U., innovandosi in specie con il collegamento biunivoco fra riserva attività ed esclusività dell'oggetto sociale⁶, tipico della disciplina delle banche.

Perno dell'organizzazione soggettiva, nel tub⁷, è costituito dal rischio sistemico (secondo gli indici di cui alla originaria versione dell'art. 107) che discrimina per l'iscrizione nell'elenco speciale, contrapponendo controlli cartolari ad elementi di intervento conformativo sugli organi (in specie, con la determinazione dei requisiti degli esponenti aziendali), di trasparenza della proprietà e di vigilanza regola-

⁵ Cfr. ANTONUCCI, *Gli intermediari finanziari “residuali” dalla legge antiriciclaggio al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Rass. ec.*, 1994, 248; si veda, altresì, PELLEGRINI, *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari. Da un riscontro di regolarità alla supervisione*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I, p. 285 ss.

⁶ Sottolinea il collegamento fra riserva e iscrizione nell'elenco generale, “mentre l'iscrizione nell'elenco speciale [vale] a soli fini di individuazione di un diverso regime di controlli”, ROTONDO, *Commento all'art. 106*, in *Testo unico bancario. Commentario*, a cura di Porzio, Belli, Losappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010, 852.

⁷ Su cui, diffusamente, v. TROIANO, *I soggetti operanti nel settore finanziario*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, 2° ed., Padova, 2010, II, 587 ss.

mentare.

A questo schema, con un proliferare di sezioni, sono variamente ricondotti diversi soggetti (società di factoring, società per la cartolarizzazione⁸, confidi, società finanziarie per l'innovazione), mantenendo la struttura bipolare degli elenchi.

2. Molteplici fattori, variamente stratificatisi nel corso del tempo, hanno concorso all'usura dell'organizzazione soggettiva (e della relativa organizzazione dei controlli) raccolta dal Titolo V tub.

Nell'applicazione della disciplina, si è consolidato un *trend* di squilibrato rapporto fra i due elenchi, con l'elenco generale gonfiato ai limiti dell'ingestibilità, sia per la quantità degli intermediari iscritti, sia per le molteplici e disomogenee attività riservate, con conseguenti problemi di gestione e finalizzazione degli strumenti di controllo cartolare.

In tale situazione, sopravviene la soppressione dell'UIC, con conseguente razionalizzazione delle funzioni antiriciclaggio in apposito ufficio della Banca d'Italia (UIF)⁹, che vede esplodere i suoi compiti, sia per la crescita degli – ineliminabili - adempimenti antiriciclaggio, sia per le ricadute della gestione degli elenchi che via via erano stati affidati all'UIC: all'elenco generale ex 106 tub erano, infatti, seguiti gli albi dei mediatori e degli agenti in attività finanziaria¹⁰.

⁸ Tenute per circa un decennio all'iscrizione nell'elenco speciale, fino alle diverse determinazioni del d.m. economia 17 febbraio 2009, n. 29, che le ha 'degradate' all'elenco generale, nel quadro di una rivisitazione degli indici rilevatori del rischio sistemico ex art. 107 tub.

⁹ La modifica è stata apportata dal d. lgs. 21 novembre 2007, n. 231, di adeguamento alla Terza direttiva antiriciclaggio, 2005/60/CE, in relazione al rafforzamento dell'azione sovranazionale di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo.

¹⁰ Sulla stratificazione delle discipline, che introducono differenziate competenze con riferimento alle due aree, v. CRISCUOLO, *Collaboratori esterni all'attività bancaria e fi-*

A ciò si cumula un'altra contingenza: l'adeguamento alla direttiva che modifica la disciplina del credito al consumo viene a cadere in un contesto di criticità sociale, ove l'impovertimento di ampie fasce di cittadini lumeggia potenziali ricadute di rischio sugli intermediari. La legge delega fa, quindi, dell'obbligo di adeguamento l'occasione per una rivisitazione complessiva della disciplina della concessione di credito alle famiglie.

In questa prospettiva si collocano i criteri di delega previsti dall'art. 33, comma 1, lett. d) della legge n. 88/2009 (comunitaria 2008), il quale dispone che il legislatore delegato: 1) ridetermini i requisiti per l'iscrizione al fine di consentire l'operatività nei confronti del pubblico soltanto ai soggetti che assicurino affidabilità e correttezza dell'iniziativa imprenditoriale; 2) preveda strumenti di controllo più efficaci, modulati anche sulla base delle attività svolte dall'intermediario.

Il dibattito pubblico su tali tematiche si realizza essenzialmente nella prospettiva del credito al consumo, la cui situazione – spesso emergenziale – è fotografata dalla indagine conoscitiva svolta dalla VI Commissione della Camera, dalle cui conclusioni¹¹ si traggono dati meritevoli di riflessione.

In Italia, sono presenti circa 1.100 società finanziarie iscritte negli elenchi di cui agli articoli 106 e 107 del tub e oltre 400 banche che operano nel settore del credito personale. Mentre “gli intermediari finanziari di maggiori dimensioni operanti nel settore del credito al

nanziaria, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2005, II, 607 ss. Anche con uno sguardo alle prospettive di riforma v. ancora CRISCUOLO, *Collaboratori esterni all'attività finanziaria*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, 2° ed., Padova, 2010, II, 727 ss.

¹¹ Cfr. *Documento conclusivo approvato dalla Commissione*, in Resoconto stenografico della seduta del 23 febbraio 2010, 9 ss..

consumo, iscritti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del TUB, che sono circa 35, sono stati sottoposti ad una vigilanza regolare da parte della Banca d'Italia, la quale ha concentrato circa il 70-80 per cento delle ispezioni eseguite negli ultimi due anni proprio sulle società finanziarie *ex* articolo 107 attive nel credito al consumo, sugli intermediari minori, ma più numerosi, iscritti nell'elenco di cui all'articolo 106 del TUB, tenuto dall'Ufficio italiano dei cambi, nonché sui circa 180.000 agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi, non si è avuto alcun tipo di vigilanza effettiva¹².

Prioritario è, quindi, il problema dei modi in cui implementare la ricordata delega per realizzare una "vigilanza effettiva".

In una prima fase, emergeva l'orientamento a realizzare una sorta di diversificazione nell'ambito dell'elenco generale *ex* art. 106, proponendo un incremento del requisito patrimoniale e suddividendo i soggetti iscritti per finalità, in maniera tale da separare la gestione del credito al consumo da altre operazioni. La creazione di distinte sezioni dell'elenco avrebbe consentito di concentrare la vigilanza sui soggetti che effettuano determinate operazioni.

L'iniziale prudente continuità viene progressivamente abbandonata, anche in forza delle precise richieste parlamentari che offrono copertura politica ad un disegno di forte pulizia del mercato, che complessivamente rafforza la posizione delle banche, perseguendo un obiettivo tacitamente condiviso dalla totalità degli attori politici e sociali rilevanti in una fase di perduranti preoccupazioni per la stabilità bancaria.

Si giunge quindi ad una riorganizzazione profonda¹³, che si ca-

¹² *Documento conclusivo*, cit., 24.

¹³ Portata dal d. lgs. 13 agosto 2010, n. 141, di adeguamento alla direttiva 2008/48/CE,

ratterizza per due elementi forti: la riconduzione del focus normativo sulla concessione di credito, operato con la ridefinizione della riserva di attività compiuta riscrivendo l'art. 106 (ed è qui la circolarità con la scelta compiuta in prima applicazione della legge bancaria del '36, ricordata in apertura di queste note); l'introduzione di un nuovo tipo di bipolarismo, basato sulla tipologia di attività, ove il discrimine è dato dal rilievo solidaristico e sociale di alcune, definite aree del circuito della concessione di credito (microcredito e confidi), per le quali si disegna un percorso diverso e più lieve di controlli.

3. L'effetto evidente della nuova disciplina è una fortissima contrazione degli intermediari abilitati, discendente non tanto dalla contrazione della riserva di attività, quanto alla configurazione del nuovo albo unico ex art. 106 e della connessa disciplina.

Infatti, “superando ... l'attuale doppio regime di intermediari vigilati e intermediari solo censiti ... l'impianto delle regole e dei poteri di intervento sulle finanziarie viene allineato a quello già in essere per gli altri intermediari regolamentati (banche, SIM, istituti di pagamen-

che modifica la disciplina del credito al consumo, su cui si è stratificato il 'correttivo', varato con d. lgs. 14 dicembre 2010, n. 218 (le modifiche sono integrate nella versione del T.U. pubblicato sul sito della Banca d'Italia). Il quadro disciplinare si completa con l'aggiornamento delle istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia, apportato con provvedimento del 9 febbraio 2011 (in G.U. 16 febbraio, testo aggiornato delle istruzioni anche al sito della Banca d'Italia).

Svolgendo l'ampia delega, il d. lgs. 141 si articola in quattro titoli, che coprono diverse aree, ciascuna con una diversa tempistica di entrata in vigore: Titolo I – credito ai consumatori, in vigore nell'ordinario termine quindicinale dalla pubblicazione in G.U. (quindi, dal 19 settembre 2010), ma con necessità di un'articolata normativa secondaria da emettere in seguito (art. 3); Titolo II – trasparenza, in vigore dal 3 dicembre 2010, con articolate disposizioni transitorie (art. 6); Titolo III – intermediari finanziari, in vigore dal 19 settembre 2010, anche qui con rinvii alla disciplina secondaria, che ne procrastinano l'operatività (art. 10); Titolo IV – agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi, in vigore dal 18 novembre 2010, ancora con rinvii alla disciplina secondaria, essenziale per riconfigurare la disciplina, e con art articolate disposizioni transitorie (art. 26).

to)”¹⁴.

Per valutare la portata dell’in novazione, nonché la sua direzione, soccorrono ancora dati raccolti nel corso della citata indagine conoscitiva della Camera, dalla quale emerge la composizione della fascia di mercato su cui si accentreranno i controlli: “alla fine del mese di settembre del 2009, il mercato del credito al consumo presenta finanziamenti complessivi per 110 miliardi di euro, pari al 6 per cento dei crediti erogati dall’intero sistema finanziario italiano.

Più della metà di questa somma è costituito da prestiti personali (circa 60 miliardi), che aumentano la capacità di acquisto delle persone ma non sono finalizzati all’acquisto di uno specifico bene, mentre i crediti finalizzati ammontano a circa 30 miliardi di euro. Circa il 50 per cento dei 110 miliardi fa capo direttamente a banche di gruppo bancario italiano, più altre banche. Grosso modo, il mercato è diviso in due: tra gli intermediari finanziari di cui all’articolo 107 del TUB e le banche, con una leggera prevalenza dei primi. È importante sottolineare che gli intermediari ex articolo 107 fanno parte di gruppi bancari e, quindi, non sono società finanziarie che hanno uno status giuridico autonomo. È degno di nota il ruolo dei gruppi bancari, che tramite le finanziarie hanno accresciuto le quote di mercato. Il 25 per cento di quei 110 miliardi (circa 27 miliardi) è relativo a finanziarie che fanno capo a gruppi bancari esteri.

Negli ultimi anni si è registrata una crescita del numero degli in-

¹⁴ Cfr. SZEGO, (Titolare della Divisione Normativa Primaria Normativa e Politiche di Vigilanza della Banca d’Italia), *Audizione* sull’ “Atto del Governo n. 225 concernente lo Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, coordinamento del Titolo VI del Testo unico bancario con altre disposizioni legislative in tema di trasparenza, revisione della disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi”, davanti alla VI Commissione del Senato, 7 luglio 2010, 9.

intermediari operanti nel settore, essendo le società dell'elenco speciale raddoppiate rispetto al 2000 (da 27 alle attuali 53); di esse, 17 sono specializzate nell'emissione e gestione di carte di credito, 16 operano nel comparto della cessione del quinto e 20 offrono forme di credito finalizzato o personale¹⁵.

Se si tien conto del fatto che il rafforzamento e la maggiore onerosità dei requisiti autorizzativi tendenzialmente escluderà gli intermediari attualmente iscritti nell'elenco generale dalla possibilità di accedere al nuovo elenco, emerge l'effetto di concentrazione della riserva di attività in capo all'area soggettiva individuata dai dati appena riferiti.

Tale opzione normativa apre la questione della salvaguardia dalla assoluta carenza di canali leciti di accesso a finanziamenti (salva la ridotta presenza del credito su pegno) della fascia di clientela sulla soglia della bancabilità servita dalla folta messe di intermediari *ex 106* destinati alla cancellazione. È al descritto problema che a me pare si colleghi l'introduzione di un quadro di riferimento normativo per gli operatori nel microcredito¹⁶, che paiono destinati a sopperire alla carenza di canali di finanziamento per fasce di clientela debole.

Si auspica che la previsione normativa possa favorire lo sviluppo di un'attività esplicata con caratteristiche profondamente diverse nei variegati contesti in cui è ormai globalmente diffusa. E forse proprio esigenze di tipizzazione delle fattispecie hanno portato il decreto

¹⁵ *Documento conclusivo*, cit., 11.

¹⁶ Infatti, raccogliendo le indicazioni emerse in sede di consultazione della bozza di decreto legislativo, specie ad opera di Banca Popolare Etica, sono stati delineati, raccogliendo la prassi, due tipi di microcredito (quello finalizzato all'occupazione e allo start-up di piccole imprese individuali, ma anche quello socio-assistenziale per far fronte alle difficoltà economiche delle fasce sociali deboli) ed è stata formalizzata la prestazione di servizi ausiliari di assistenza.

(art. 111) a disegnare un non agevole percorso d'implementazione.

4. La scelta per l'albo unico s'accompagna, come ricordavo, ad un nuovo bipolarismo nel sistema dei controlli, che si basa su due elementi di fondo: la sostanziale generalizzazione del regime collegato all'iscrizione nel precedente elenco speciale (cfr. nuovi artt. 106-110, 113 *bis* e *ter*) all'universo degli intermediari vigilati; la delineazione di un percorso diverso e più lieve per microcredito e confidi, con due gradi di vigilanza.

Il nuovo regime generalizzato è espressione della linea legislativa sinteticamente riconducibile alla diffusa qualificazione degli intermediari del Titolo V come *near banks*, formula che sottolinea le contiguità gestionali e organizzative collegate alla prossimità dei rischi assunti con la concessione di credito, ma trascura la fondamentale differenza sotto il profilo dell'accesso alla raccolta di risparmio fra il pubblico. Il principale carattere della riforma, infatti, è dato dal rafforzamento dell'equivalenza dei controlli *durante societate* con quelli tipicamente bancari¹⁷. In tale prospettiva si leggono: il nuovo art. 108, che ripropone i contenuti delle norme precedenti, completando l'omologazione con i controlli bancari di vigilanza regolamentare (art. 53) con la previsione dei poteri di intervento singolare di cui al 3° comma; il nuovo art. 109, che crea una rete di vigilanza consolidata

¹⁷ Peraltro mantenendo la marginalità del CICR che già caratterizzava la disciplina del Titolo V. La competenza del Comitato viene in considerazione solo all'art. 112, 7° co., in relazione alla sua competenza in materia di raccolta del risparmio fra il pubblico e di configurazione delle fattispecie di confine, in generale assegnatagli dall'art. 11 tub. Il comma in questione, infatti, si occupa delle marginali realtà operanti anche nella raccolta del risparmio comunemente identificate con le casse popolari, su cui v. CARRARO, *Le casse popolari del Veneto e la nuova legge bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, I, 391.

speculare a quella prevista per le banche (art. 59) e complementare ad essa (cfr. applicazione residuale della normativa in esame disposta dalla parte finale del 1° comma).

Di particolare rilievo è il sistema di rinvii di cui al nuovo art. 110 che, accanto a disciplina già prevista, introduce la sottoposizione al regime di controllo sull'accesso alla proprietà degli intermediari finanziari con rinvio secco a quello delle banche, nonché la sottoposizione ai provvedimenti straordinari (artt. 78 e 79) cui l'autorità di vigilanza può ricorrere nella gestione delle crisi.

Per microcredito e confidi, il nuovo differenziato regime gradua i contenuti dei controlli (all'ingresso, *durante societate*, all'uscita).

Da evidenziare – nella prospettiva di sistema che vado proponendo – la competenza per la tenuta degli elenchi che, alla fine, sono stati affidati ad organismi con potenziale rapporto esponenziale con le categorie vigilate.

Tale potenzialità discende dalla separazione degli organismi, che è sopravvenuta solo in fase di discussione e della bozza di decreto posta in consultazione, su richiesta in particolare dei confidi. Non a caso solo nell'art. 112 *bis* (ora relativo all'organismo per la tenuta dell'elenco dei confidi), nonché nell'art. 113 (ora relativo all'organismo per la tenuta dell'elenco del microcredito, in origine unico organismo), c'è un accenno in tal senso (2° comma, in fine).

I legami degli organismi con le categorie vigilate rilevano in maniera decisiva per configurare il ruolo di tali organismi nell'organizzazione dei contenuti e delle modalità di vigilanza. Infatti, gli organismi sono strettamente soggetti alla 'vigilanza di 2° grado' della Banca d'Italia, che ne propone la nomina dei componenti e vigila sul loro operato, per cui possono in concreto diventare o la *longa ma-*

nus della Banca d'Italia, costituendone una sorta di estensione organizzativa, oppure dei luoghi di costruzione condivisa della vigilanza.

Ovviamente, quest'alternativa ha attualmente una pregnanza particolare per il sistema dei confidi, non solo perché il microcredito è agli albori, ma anche – e forse soprattutto – per il particolare rilievo sistemico dei confidi nell'attuale congiuntura.

4.1. Nelle modifiche disciplinari che toccano i confidi resta l'impianto della riforma del 2003, di cui fa espressa salvezza il nuovo art. 112. Tale riforma già aveva perseguito e parzialmente raggiunto l'effetto di concentrazione della varia congerie di intermediari operanti nel settore¹⁸.

La sezione speciale 'appoggiata' da quella riforma al vecchio art. 106 (solo 'appoggiata', non integrata, dato che per l'art. 155, 4° co. non si applicava alla sezione confidi la disciplina del Titolo V) diviene autonomo elenco – tenuto dall'apposito organismo – rispetto al quale si strutturano dei controlli, pur non particolarmente intensi.

Tale scelta è ricondotta al rilievo che la pressoché totale assenza di presidi, seppur giustificata dalla ridotta operatività di tali soggetti (circoscritta alla prestazione mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorire l'accesso al credito alle piccole e medie imprese associate), ha fino ad oggi incentivato e favorito il proliferare di iniziative non esemplari.

I seguenti dati di fonte Banca d'Italia danno conto del volume spostato al nuovo elenco: i c.d. Confidi minori sono attualmente 644; erano 794 a fine 2008; 1.044 a fine 2006. Particolarmente frammentata appare ancora la realtà del sud e delle isole in cui opera circa la metà

¹⁸ Sulla tematica v., da ultimo, *Il futuro dei confidi in Italia: evoluzione dei modelli istituzionali, gestionali e organizzativi*, a cura di Baravelli, Leone, Roma, 2010.

dei Confidi italiani, contro il 30 per cento delle regioni settentrionali e il 20 di quelle centrali. Le regioni con più di 60 Confidi sono la Puglia, il Lazio e la Lombardia.

Dall'universo dei Confidi, resta l'estrapolazione, ora ex 112, 3° comma, di quelli caratterizzati da più ampia operatività e da maggior volume di attività finanziaria, in precedenza tenuti all'iscrizione nell'elenco speciale e, quindi, correntemente denominati *Confidi 107*.

Sempre da dati di fonte Banca d'Italia, risulta che agli inizi del mese di settembre 2010 risultavano iscritti nell'elenco speciale 29 soggetti; per altri 19 era in corso la relativa istruttoria.

Per i 'Confidi 107' si pongono peculiari esigenze prudenziali di sistema. Infatti, "i processi di aggregazione che hanno interessato il sistema delle garanzie hanno ridotto la segmentazione del mercato dando vita a strutture che operano oltre le tradizionali geografie settoriali e territoriali. Si assiste a una diffusione della rete commerciale su territori limitrofi a quelli tradizionali, funzionale a una strategia di ampliamento dell'ambito operativo verso aree e settori in precedenza non presidiati.

La possibilità di affidare clientela poco conosciuta aumenta la potenziale vulnerabilità per carenza di informazioni dirette sulle aziende affidate, con possibili effetti sulla stessa offerta di credito. Recenti approfondimenti hanno messo in evidenza che l'effetto dei Confidi sul costo del credito varia in misura non lineare con la loro dimensione; il vantaggio – misurato dalla riduzione del costo del credito – inizialmente cresce con le dimensioni del Confidi per raggiungere un massimo per quelli con 8.500 imprese associate per poi decrescere; si annulla nel caso di consorzi con oltre 17.000 imprese. Si valuta quindi che, oltre una certa soglia di aziende servite, si determini un af-

fievolimento dei vantaggi informativi tipici di strutture consortili fortemente legate ai territori elettivi di riferimento”¹⁹.

Alla luce delle rilevazioni riferite, si profila un delicatissimo compito di vigilanza per il costituendo Organismo, che dovrà intervenire sul dosaggio della via del consolidamento delle realtà esistenti, tuttora disomogenee e frammentate specie in alcune aree geografiche, come quelle meridionali.

Compito cruciale, visto che un accorto monitoraggio della ‘tenuta’ dei confidi è, evidentemente, un’esigenza prudenziale che investe direttamente i profili di stabilità del sistema bancario, che sulla garanzia dei confidi fanno ‘girare’ buona parte dei finanziamenti non di cassa erogati al sistema delle PMI; indirettamente, l’accesso al credito delle PMI, specie nell’attuale fase di restrizione.

5. Il quadro di contrazione e di razionalizzazione dell’offerta di credito che ispira la riforma del Titolo V tub è rafforzato dall’intervento sui canali distributivi realizzato riconfigurando la disciplina esistente nel nuovo Titolo VI *bis*, anche qui diretto all’organizzazione dei controlli per il tramite di apposito organismo, alla rigida distinzione agenti / mediatori, alla forte contrazione dei mediatori, obbligati alla forma societaria.

Tale concentrazione è, anche qui, funzionale al perseguimento di un’efficace esplicazione dei controlli, specie in ordine alla applicazione delle discipline di trasparenza – sia generale, sia relativa al credito al consumo - cui tutta la rete viene assoggettata.

¹⁹ Cfr. MIELI (Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria Banca d’Italia), *Assetti e prospettive dei confidi: nuovi disegni organizzativi e nuova regolamentazione, Intervento*, Caserta, 18 settembre 2010, 10, al sito www.bancaditalia.it

Anche il carattere ‘bancocentric o’ della riforma del Titolo V trova conferma nella disciplina della rete distributiva, in particolare nella nuova disciplina degli agenti in attività finanziaria.

Ciò emerge con particolare evidenza da tre fra i numerosi elementi di novità dell’art. 128 *quater*), che modifica la previgente disciplina agendo su più fronti: si introduce un vincolo di monomandato solo nei rapporti fra agenti ed intermediari finanziari (1° e 4° co.); al vincolo fa da contraltare la possibilità per le banche (e Bancoposta) di avvalersi direttamente di agenti in attività finanziaria - secondo peculiare regime, senza possibilità di concludere contratti, ma solo promuovendo la diffusione di prodotti (3° co.) - con ciò consentendo un alleggerimento della rete distributiva bancaria esistente e un ampliamento potenziale senza costi fissi; l’8° comma poi consente a tutti gli intermediari regolati del tubo di potenziare la propria rete distributiva valendosi di intermediari assicurativi, con possibilità che – stanti gli attuali accordi bancassicurativi e gli intrecci proprietari fra banche e assicurazioni – verrà con ogni probabilità ottimizzata dalle banche.

L’impostazione disciplinare del Titolo VI bis tubo, dettato al dichiarato fine di riformare l’intero settore, sembra orientata a configurare una rete distributiva interamente controllata.

Resta, però, una smagliatura nel sistema. La nuova disciplina, infatti, non ha omogenea applicazione all’universo distributivo dei contratti di credito, in particolare a causa delle esclusioni di cui all’art. 12 d. lgs. n. 141, per cui resta tuttora una zona grigia per i c.d. *dealers*.

Tali soggetti, operanti nel settore del credito finalizzato, che costituisce la tipologia di credito al consumo più diffusa, presentano particolari criticità, sempre segnalate dal documento conclusivo della in-

dagine conoscitiva della Camera: “Un’azione ancora a più largo raggio dovrebbe essere compiuta nei confronti di tutti quegli operatori della distribuzione commerciale (cosiddetti dealer) che sono coinvolti nel collocamento al pubblico di prodotti di credito al consumo (è il caso, tipicamente, degli addetti alle vendite presso i concessionari automobilistici), i quali, nella massima parte dei casi, non sono dotati di alcuna specifica qualificazione in ambito creditizio e non sono dunque nemmeno in grado di illustrare adeguatamente al consumatore le caratteristiche e le clausole specifiche del contratto di finanziamento”²⁰.

L’auspicio è restato lettera morta, erodendo l’efficacia di un intervento che, sempre secondo le condivisibili osservazioni del citato documento e in sintonia con i ricordati criteri di delega legislativa, ha per obiettivo di “incrementare la qualità professionale e l’autorevolezza degli intermediari operanti nel settore del credito al consumo, i quali devono poter svolgere un ruolo realmente indipendente ed essere in grado di fornire con la massima trasparenza ai consumatori un’ampia gamma di prodotti, suggerendo le soluzioni che meglio si attagliano alle esigenze ed alle condizioni specifiche del singolo cliente”²¹.

Antonella Antonucci

Ordinario di diritto dell’economia
nell’Università degli studi di Bari

²⁰ *Documento conclusivo*, cit., 46.

²¹ *Documento conclusivo*, cit., 45.

LA CONTRATTAZIONE *OVER THE COUNTER* *

ABSTRACT: After the specification of term “over the counter”, this paper focuses on the relevant elements of OTC negotiations, or rather executed out of regulated markets (in particular, the stock exchange), subjected to specific authorization and supervision duties. In this context, it is underlined that the regulation does not require the fixation of specific rules that regulate the admission of financial instruments to exchange, even if it is necessary to observe minimum prescriptions (in fact, the intermediary must respect the behaviour rules relating to the performed service). More precisely, the Consob - intervening with recommendations of “level 3” - has established specific transparency measures and correctness protections relating to either pricing modality or control of the investments suitability/appropriateness. This is the incipit of a changing process aimed to attribute incisive and penetrating powers to the Authorities of control in subiecta materia, thereby identifying the way to pursue after that the financial crisis has highlighted the negative effects of every operational form put in place lacking of an adequate regulation.

SOMMARIO: 1. Una premessa definitoria - 2. Regole comportamentali e contrattuali nella negoziazione OTC: le criticità della disciplina ... - 3. *Segue:* i rimedi specifici nella disciplina Consob di “terzo livello”, i limiti e le possibili opzioni alternative - 4. La contrattazione OTC nell’ottica della vigilanza prudenziale

1. In mancanza di una definizione normativa (sia nella legislazione nazionale, che in quella europea), occorre preliminarmente intendersi quale sia l’esatto significato da attribuire alla locuzione “*contrattazio-*

* Contributo approvato dai revisori

ne over the counter”, considerato che, da un lato, non vi è mai stata piena unanimità di vedute sui suoi confini definitivi, dall’altro, le modifiche ordinamentali apportate dal recepimento della direttiva MiFID (39/2004/CE) appaiono averne in concreto ridisegnato i contenuti.

Dal punto di vista etimologico, secondo un primo orientamento, il termine “*over the counter*” origina dall’abitudine degli intermediari newyorkesi di continuare a trattare tra loro affari, relativamente a titoli non presenti nel listino ufficiale, nei bar situati nei dintorni di Wall Street (sul bancone, per l’appunto “*over the counter*”), dopo l’orario di chiusura della Borsa. So stanzialmente analoga è la tesi di coloro che ritengono che l’espressione in parola sia da farsi risalire alla locuzione gergale adottata nelle farmacie per i prodotti da bancone (“sul bancone”), per i quali non è necessaria la prescrizione del medico, sono predisposti all’occorrenza dallo stesso farmacista e i cui prezzi non sono controllati.

Da altri, invece, si ritiene che il termine “*over the counter*” origini dal grande orologio presente nella sala delle contrattazioni della Borsa di Chicago, in quanto alla chiusura del mercato, gli operatori si recavano in una sala posta sopra l’orologio per proseguire gli scambi (in tal senso, “*counter*” inteso come contatore, e quindi orologio).

Dal punto di vista logico, nell’ “*actio finium regundorum*” della fattispecie rilevano i seguenti elementi: a) i soggetti che intervengono nella transazione, b) la piattaforma (o modalità) di negoziazione, c) le norme che disciplinano l’ammissione degli strumenti finanziari allo scambio e le regole che presiedono allo stesso, d) la tipologia di strumenti finanziari e di contratti scambiati, e) i meccanismi di liquidazione e regolamento della transazione (c.d. post-trading).

Per ciò che concerne i soggetti, se originariamente si riteneva

che la contrattazione OTC fosse riferibile alle transazioni nelle quali tutte le parti rivestono la qualifica di intermediari abilitati, è ormai invalso nell'uso corrente riferire la locuzione anche ai casi in cui detta qualifica caratterizzi una sola delle parti della negoziazione, e questo a prescindere se l'intermediario negozi "per conto proprio" (quale emittente o comunque proprietario dello strumento finanziario offerto) o "per conto altrui" (cioè quale mero rivenditore dello strumento finanziario per conto dell'emittente o del proprietario)².

Con riguardo alla piattaforma (o modalità) di negoziazione, comunemente si ritiene che le contrattazioni OTC siano quelle che vengono svolte al di fuori dei circuiti dei mercati regolamentati (in particolare, quelli ufficiali borsistici), soggetti a specifici obblighi autorizzativi e vigilanza.

Il recepimento della direttiva MiFID ha tuttavia portato al superamento della distinzione tra mercati regolamentati e non regolamentati e, al fine di evitare asimmetrie concorrenziali, razionalizzato le possibili piattaforme di negoziazione (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o MTF e internalizzatori sistematici), ora tutte sottoposte a regimi di controllo (anche autorizzativi), in larga misura equivalenti³.

² Si ritiene, ad esempio, che l'attività degli intermediari (banche o imprese di investimento) nel collocamento di strumenti derivati *over the counter* (OTC) agli Enti territoriali o alle imprese sia essenzialmente riconducibile alla prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio, con assunzione diretta di posizioni nei confronti della clientela (così Rosati, Audizione presso la 6a Commissione Finanze e tesoro, nell'ambito della "Indagine conoscitiva sulla diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle caratterizzazioni nelle Pubbliche Amministrazioni", 18 marzo 2009, in www.Consob.it).

³ Sul punto sia consentito il rinvio al mio "Borsa e Mercati.", in AA.VV., *L'ordinamento finanziario*, a cura di Capriglione, 2010, II, in particolare, p. 970 e ss., 1046 e ss., 1061 e ss.

Va precisato che, con riferimento agli internalizzatori sistematici, l'articolo 79-bis del Tuf rimette alla Consob la decisione di estendere il regime di trasparenza *pre e post trading* previsto per le negoziazioni aventi ad oggetto azioni quotate su mercati regolamentati anche alle negoziazioni di titoli diversi. La Consob ha provveduto a tale estensione (cfr. artt. 27, 29 e 33 del regolamento Consob 16191/2007 in tema di mercati) al fine di sottoporre a un maggiore regime di trasparenza "di mercato" le negoziazioni "non su base multilaterale" delle banche, soprattutto

Ne restano dunque escluse (e in quanto tali sono definibili OTC) le contrattazioni che non avvengono sulle suddette piattaforme, bensì in maniera informale, attraverso conversazioni bilaterali tra le parti, sia in presenza che in via telefonica, ma anche in via telematica, quando *providers* specializzati mettono a disposizione sistemi di *booking* che gli operatori possono utilizzare per inserire le loro quotazioni denaro/lettera su titoli, quotazioni che possono essere visualizzate e accettate dagli utenti del sistema. Va da sé che, in tale ultimo caso, si deve trattare di sistemi che, per la loro nazionalità o caratteristiche, non rientrano nel concetto di MTF⁴.

Altro elemento distintivo per l'individuazione dei sistemi di contrattazione OTC è solitamente rinvenuto nella circostanza che essi, a differenza delle piattaforme di negoziazione sottoposte a vigilanza, non richiedono la fissazione di specifiche norme che regolamentano l'ammissione degli strumenti finanziari allo scambio e i meccanismi dello scambio stesso.

Si deve tuttavia sottolineare che se, da un lato, un minimo di regole deve comunque sussistere (essendo altrimenti impensabile il funzionamento di un qualsivoglia meccanismo di scambio), d'altro canto,

quando aventi ad oggetto obbligazioni bancarie.

Tale obiettivo è risultato tuttavia nei fatti frustrato alla luce della pressoché unanime opzione per la qualifica di "mero negoziatore" anziché di "internalizzatore sistematico" degli intermediari già censiti come SSO (nel sistema ante Mifid oltre 250 operatori erano censiti come SSO, mentre al 16 febbraio 2011 il panorama degli internalizzatori sistematici annoverava: 19 operatori attivi nel campo delle negoziazioni su titoli diversi dalle azioni quotate su mercati regolamentati (per lo più obbligazioni bancarie); 1 su azioni quotate anche in mercati regolamentati).

⁴ Negli Usa esempi di ciò sono il circuito "Bloomberg" che ormai ha esteso la sua diffusione a livello planetario con il collocamento di terminali dedicati presso tutte le più importanti istituzioni finanziarie mondiali; l'"OTC Bulletin Board" che è un sistema elettronico di scambio per titoli non scambiati su mercati ufficiali, creato nel 1990 per dare un minimo di trasparenza agli stessi, e sul quale sono presenti oltre 3000 titoli con oltre 300 market makers; e ancora, "Pink Sheets", nato nel 1904 con la pubblicazione di dati sullo scambio di titoli al di fuori del mercato e che dal 1999 è divenuto un sistema di scambio elettronico. Talora taluni sistemi di scambio nati come OTC sono poi divenuti mercati ufficiali a tutti gli effetti: è il caso del NASDAQ statunitense.

quand'anche si faccia riferimento a una contrattazione OTC diretta tra un intermediario e un cliente, nello svolgimento delle trattative l'intermediario sarà comunque sempre tenuto al rispetto delle norme di comportamento relative al servizio prestato (negoziazione per conto proprio, esecuzioni di ordini, trasmissione o ricezione di ordini), norme che la disciplina comunitaria ha tuttavia graduato in funzione della natura della controparte, che può essere al dettaglio⁵, professionale⁶ o

⁵ L'articolo 26 del regolamento Consob 16190/2007 individua in via residuale il "cliente al dettaglio" definendolo come il cliente che non sia cliente professionale o controparte qualificata.

⁶ Sempre il medesimo art. 26 individua quale "cliente professionale", con riguardo allo svolgimento di tutte le tipologie di servizi d'investimento, due distinte categorie di clienti professionali, quelli "privati" e quelli "pubblici".

Sono clienti professionali "privati" quelli che soddisfano i requisiti previsti nell'allegato 3 al regolamento stesso e che, dunque, possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume. I clienti professionali privati possono essere poi "di diritto" o "su richiesta".

Sono clienti professionali privati "di diritto" per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti ad essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: totale di bilancio: 20.000.000 EUR, fatturato netto: 40.000.000 EUR, fondi propri: 2.000.000 EUR; (3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

I soggetti elencati possono richiedere al prestatore del servizio un trattamento quale cliente al dettaglio e gli intermediari possono convenire di fornire loro un livello più elevato di protezione. Quando il cliente è un'impresa come definita in precedenza, l'intermediario deve informarla, prima di qualunque prestazione di servizi, che, sulla base delle informazioni di cui dispone, essa viene considerata di diritto un cliente professionale e verrà trattata come tale a meno che l'intermediario e il cliente convengano diversamente.

Sono clienti professionali "su richiesta" i clienti diversi da quelli sopra elencati che, seguendo un'apposita procedura, ne facciano espressa richiesta. La procedura, puntualmente disciplinata, nel regolamento Consob, prevede che: a) i clienti devono comunicare per iscritto all'intermediario che desiderano essere trattati come clienti professionali, a titolo generale o rispetto ad un particolare servizio od operazione di investimento o tipo di operazione o di prodotto; b) l'intermediario deve avvertire i clienti, in una comunicazione scritta e chiara, di quali sono le protezioni e i diritti di indennizzo che potrebbero perdere; c) i clienti devono dichiarare per iscritto, in un documento separato dal contratto, di essere a conoscenza delle conseguenze derivanti dalla perdita di tali protezioni. L'intermediario, prima di decidere se accettare le richieste di rinuncia a protezione, deve adottare tutte le misure ragionevoli per accertarsi che il cliente che chiede di essere considerato cliente professionale soddisfi almeno due dei seguenti requisiti: a) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti; b)

controparte qualificata⁷, qualifiche queste alle quali conseguono regimi differenziati di tutela⁸.

Da ridimensionare è anche la funzione individualizzante in genere attribuita alla tipologia di strumenti finanziari e di contratti scambiati. Se le contrattazioni OTC nascono storicamente per lo scambio di titoli non quotati sui mercati ufficiali, esse attualmente si caratterizzano per avere anche ad oggetto titoli quotati su mercati ufficiali, che vengono trattati per quantità o con modalità in questi non disponibili o fuori degli orari in cui gli stessi sono operativi⁹. Così an-

il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR; c) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. In caso di persone giuridiche, la valutazione di cui sopra è condotta con riguardo alla persona autorizzata ad effettuare operazioni per loro conto e/o alla persona giuridica medesima. Sono invece clienti professionali “pubblici” (sempre ai sensi del richiamato art. 26 del reg. Consob 16190/2007) i clienti che soddisfino i requisiti del regolamento da emanarsi dal Ministro dell’Economia e delle Finanze ai sensi dell’articolo 6, comma 2-sexies del Tuf.

Gli intermediari devono adottare per iscritto misure interne appropriate per classificare i clienti. Spetta ai clienti professionali informare il prestatore del servizio di eventuali cambiamenti che potrebbero influenzare la loro attuale classificazione. Se tuttavia l’intermediario constata che il cliente non soddisfa più le condizioni necessarie per ottenere il trattamento riservato ai clienti professionali deve adottare provvedimenti appropriati.

⁷ Ai sensi dell’art. 58 del regolamento Consob 16190/2007 sono “controparti qualificate” i clienti a cui sono prestati ben determinati servizi d’investimento (e, segnatamente, i servizi di esecuzione di ordini e/o di negoziazione per conto proprio e/o di ricezione e trasmissione ordini), definiti come tali dall’articolo 6, comma 2-*quater*, lettera *d*), numeri 1), 2), 3) e 5) del Testo Unico. Sono altresì controparti qualificate le imprese di cui all’allegato n. 3 (riportato nella precedente nota), parte I, punti (1) e (2) che non rientrino nell’elencazione di cui all’articolo 6, comma 2-*quater*, a cui sono prestati i servizi ivi menzionati, nonché le imprese che siano qualificate come tali, ai sensi dell’articolo 24, paragrafo 3, della direttiva n. 2004/39/CE, dall’ordinamento dello Stato comunitario in cui hanno sede o che siano sottoposte a identiche condizioni e requisiti nello Stato extracomunitario in cui hanno sede. Alla prestazione dei servizi di investimento, e dei servizi accessori ad essi connessi, a controparti qualificate, non si applicano le regole di condotta di cui agli articoli da 27 a 56 del regolamento stesso, ad eccezione del comma 2 dell’articolo 49 (relativo all’esecuzione di operazioni con limite di prezzo aventi ad oggetto azioni ammesse ad un mercato regolamentato).

La classificazione come controparte qualificata non pregiudica comunque la facoltà del soggetto di chiedere, in via generale o per ogni singola operazione, di essere trattato come un cliente professionale ovvero, in via espressa, come un cliente al dettaglio. La richiesta in questo caso è soggetta al consenso dell’intermediario.

⁸ Cfr. artt. 27-58 del reg. Consob in tema di intermediari n. 16190/2007: ad esempio, con riferimento al principio di *best execution*, questo può essere derogato (oltre che nei casi di *execution only*, cfr. art. 45, comma 6, reg. Consob cit.) solo con riferimento a quelle operazioni che sono eseguite per conto di clienti che hanno lo status di “controparte qualificata” (cfr. art. 58, comma 3, reg. Consob cit.).

⁹ Per un interessante confronto delle condizioni economiche e dei meccanismi di formazione dei prezzi tra sistemi di negoziazione vigilati e sistemi OTC, con riferimento al mercato dei titoli di

che, se la mancanza di standardizzazione viene talora adottata quale elemento distintivo, essa non rappresenta una caratteristica indefettibile¹⁰, essendo sempre più frequente che le trattative OTC, soprattutto quelle che sono veicolate da piattaforme telematiche, tendano alla omogeneizzazione delle proposte di negoziazione (sia in acquisto che in vendita). Va da sé che resta in ogni caso impensabile addivenire a un'assoluta standardizzazione dei derivati OTC, nascendo in molti casi gli stessi da esigenze specifiche del cliente, una sorta di "tagliato su misura".

Infine, con riguardo ai meccanismi di liquidazione e regolamento della transazione (c.d. post-trading), le contrattazioni OTC, quando non coinvolgono un intermediario e un cliente (nel qual caso vengono regolate tramite accrediti e addebiti dei conti presenti presso l'intermediario), bensì sono effettuate tra intermediari, si caratterizzano, in genere, per non vedere l'intervento di una controparte centrale, che garantisce il buon esito della negoziazione, assumendo su di sé gli obblighi del compratore e del venditore, rimanendo rimessa l'effettiva esecuzione della transazione a meccanismi che sono scelti di volta in

stato, cfr. FRANCHI, *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato di titoli di stato*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 56, giugno 2003, il quale giunge alla conclusione che il mercato di riferimento ha un ruolo centrale nella determinazione dei prezzi dei titoli e i gestori di SSO lo utilizzano come *benchmark* per fissare le condizioni delle transazioni sui loro sistemi; con la conseguenza che i prezzi sui SSO difficilmente si allontanano significativamente dal prezzo di riferimento e quindi che il mandato di *best execution* è generalmente soddisfatto; d'altro canto i sistemi di scambi organizzati appaiono estranei al meccanismo di *price discovery* in quanto il legame esistente tra il mercato di riferimento e gli SSO è unidirezionale (dal mercato di riferimento agli SSO) e i legami tra SSO in genere completamente assenti o comunque non incisivi sulle determinanti economiche.

¹⁰ E' noto come talune tipologie di strumenti finanziari derivati, che hanno raggiunto un elevato livello di standardizzazione, è il caso dei "futures" siano quotati anche in mercati ufficiali, laddove altre tipologie (forwards, swaps, options, ecc.) sono negoziate presso che esclusivamente su mercati OTC. Anzi, sotto un profilo tecnico-contrattuale, si può dire che futures e forwards, sono sostanzialmente simili (trattandosi in entrambi i casi di accordi per acquistare o vendere un'attività ad una certa data futura, ad un prezzo prefissato), laddove la differenziazione va rinvenuta proprio nel carattere standardizzato dei primi (per quantità, scadenze ecc.).

volta dalle parti¹¹.

Da quanto precede emerge che il fenomeno delle c.d. “contrattazione OTC”, salvo a volerne delimitare convenzionalmente il perimetro a specifici fini, assume un ambito operativo vasto e multiforme, nel quale elementi caratterizzanti sono la struttura “one to one” (e non multilaterale) della transazione e del suo regolamento e l’assenza di una disciplina “di mercato” di matrice pubblica che regoli lo scambio. Ricadono pertanto in tale nozione fattispecie tra loro assai diverse, dalla vendita operata dalla banca dello strumento finanziario derivato (o meno) al proprio cliente, alle operazioni di finanza c.d. strutturata tra intermediari di rilevanza sistemica.

Ne consegue che il tema della “contrattazione OTC” solleva questioni riferibili sia alle regole che disciplinano sotto il profilo comportamentale e contrattuale lo svolgimento della transazione, sia ai profili di stabilità micro e macro prudenziale degli intermediari e del sistema finanziario, in generale.

Le riflessioni che seguono, con riferimento a ciascuno dei detti ambiti, cercheranno di analizzare sinteticamente se l’ordinamento vigente e le iniziative di modifica normativa intraprese in tema di contrattazione OTC in esito alla crisi siano sufficienti, se non a eliminare, quantomeno a mitigare, il rischio del ripetersi degli effetti finanziari

¹¹ Nelle contrattazioni OTC su derivati, in mancanza dell’obbligo di aderire a un sistema di liquidazione e regolamento a controparte centrale, l’esigenza che le transazioni finanziarie siano svolte in condizioni di certezza circa l’adempimento degli obblighi contrattuali, viene perseguita: a) attraverso l’adesione facoltativa degli operatori ad organismi internazionali che garantiscono il corretto svolgimento delle negoziazioni in cui gli operatori sono le controparti stesse dei contratti (es. ISDA, International Swaps and Derivatives Associations, i cui membri si impegnano a rispettare protocolli di condotta commerciale); b) attraverso la stipula di contratti quadro (accordi bilaterali), che disciplinano le condizioni generali applicabili ai singoli contratti (è il caso, ad esempio dello stesso ISDA Master Agreement); tali condizioni sono oggetto di negoziazione tra le parti in funzione della rispettiva forza contrattuale; c) attraverso la stipula di contratti CSA “Credit Support Annex”, che impegnano le parti a calcolare periodicamente le reciproche posizioni in derivati ed a regolarle eseguendo un netting tra posizioni creditorie e debitorie, previo deposito di garanzie, il tutto al fine di mitigare il rischio di controparte.

perversi che hanno colpito indiscriminatamente singoli investitori, istituzioni finanziarie e stati nazionali, trasmettendosi poi all'economia reale.

2. La definizione di “contrattazione OTC” sopra prospettata ha tra le sue determinanti l'inesistenza di una disciplina pubblica “del mercato”, restando la contrattazione sottoposta alle sole regole, private e pubbliche della “singola” relazione tra intermediario e sua controparte. Al di là delle norme civilistiche rilevano dunque le norme comportamentali che l'ordinamento impone all'intermediario nello svolgimento dei servizi d'investimento e che, come noto, sono state oggetto di rivisitazione in esito al recepimento della direttiva MiFID.

In particolare, è stato ampliato il novero dei servizi d'investimento, riarticolata la disciplina di tutela in relazione alla natura del cliente (come detto al dettaglio, professionale o controparte qualificata), puntualizzate le regole in tema di informazioni, comunicazioni pubblicitarie e promozionali nonché di contratti, subordinata la prestazione dei servizi da parte dell'intermediario al giudizio di adeguatezza e appropriatezza, rafforzato il principio di best execution, dettate specifiche disposizioni in tema di gestione degli ordini della clientela, introdotta una regolamentazione degli incentivi (c.d. inducements), disciplinato analiticamente il tema della reportistica e rendicontazione alla clientela; espressamente assoggettata alle nuove regole la distribuzione di prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione.

Se è convincimento diffuso che le modifiche introdotte dal recepimento della MiFID hanno elevato, in via generale, il livello di tutela della clientela, non manca chi sottolinei (e io sono tra questi) come

numerosi profili di criticità tuttavia permangono¹².

Tra l'altro, si può lamentare:

- la sostanziale autoreferenzialità della c. d. "profilatura" del cliente nei giudizi di adeguatezza e appropriatezza, essendo in buona sostanza rimessa al cliente stesso la valutazione della sua "competenza" in materia¹³, sia perché la valutazione della "conoscenza ed esperienza" rilevante ai fini dei suddetti giudizi (come anche la coerenza con gli "obiettivi d'investimento" e "la situazione finanziaria" del cliente, rilevanti ai soli fini del giudizio di adeguatezza) deve essere svolta dall'intermediario "*sulla base delle informazioni fornite dal cliente*"¹⁴, sia perché la disciplina regolamentare stabilisce che gli intermediari possono fare affidamento sulle informazioni fornite dai clienti o potenziali clienti "*a meno che esse non siano manifestamente superate, inesatte o incomplete*" (cfr. art. 39, comma 5, reg. Consob 16190/2007).

Al di là di eventuali comportamenti opportunistici degli intermediari (volti a costruire, con il contributo supino del cliente, "profilature" coerenti con le operazioni che a monte si è comunque deciso di

¹² Già nel 2007, in occasione di un primo commento al recepimento della MiFID ("Il decreto 164/2007 di recepimento della MiFID", in intervento al Convegno promosso dal Gruppo Cabel, Fornacette, 27.10.2007) ebbi l'occasione di definire la direttiva comunitaria in parola come il "libro dei sogni" ove a questa si volesse attribuire il ruolo di panacea di tutte le lacune e le incoerenze della disciplina in materia di mercati e servizi d'investimento.

¹³ E ciò senza considerare come gli studi in tema di "finanza comportamentale" hanno dimostrato che gli investitori commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte. Tali errori si riflettono in "anomalie comportamentali" che si traducono, nel caso degli investitori retail, in una bassa partecipazione al mercato azionario, errori di percezione della relazione rischio/rendimento, scarsa diversificazione ed eccessiva movimentazione del portafoglio; sul punto, per tutti, si rinvia a LINCiano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 66, gennaio 2010.

¹⁴ Con riferimento al giudizio di adeguatezza cfr. art. 40, comma 2 del regolamento Consob 16190/2007, il quale precisa che gli intermediari nella predetta valutazione devono tener conto anche "della natura e delle caratteristiche del servizio fornito"; con riferimento al giudizio di appropriatezza cfr. art. 42, comma 2 del regolamento cit.

compiere), il rischio è quello di una sostanziale “deresponsabilizzazione” degli intermediari stessi nella valutazione della adeguatezza/appropriatezza dell’operazione per il cliente, coperta da un formale rispetto della disciplina.

Tale prassi potrebbe tuttavia incorrere negli stessi strali della giurisprudenza (quantomeno quella di merito) in cui in passato sono incappati quelli intermediari che hanno confidato sulla sufficienza della semplice autoattestazione di competenza ed esperienza del cliente per l’attribuzione al medesimo della qualifica di “professionale”¹⁵;

¹⁵ Sulla dibattuta questione attinente i limiti al riconoscimento della natura di “operatore qualificato” (prima ai sensi dell’articolo 13 del regolamento Consob n.5387/1991 e poi dell’art. 31 del regolamento Consob n. 11522/1998), anche con riferimento ai diversi orientamenti della giurisprudenza di merito (cfr. Tribunale di Novara, 18 gennaio 2007, in *Banca Borsa titoli di credito*, II, p. 57 ss. con nota di LEMMA, *L’«operatore qualificato» nelle operazioni in derivati*) e al pronunciamento della Cass. 26.05.2009 n. 12138, cfr. per tutti LA ROCCA, *Gli “operatori qualificati in Cassazione, in Il caso.it, documento n. 165/2009*; e BRESCIA MORRA, *I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 2009, II, 115, in www.rtde.luiss.it.

La richiamata sentenza della Cass., come noto, con riferimento alla normativa ante MiFid, ha stabilito che la dichiarazione del cliente di essere “operatore qualificato”, pur non essendo confessionaria perché volta alla formulazione di un giudizio, esonera l’intermediario dall’obbligo di ulteriori verifiche sul punto, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso, e in giudizio costituisce fonte di prova; ciò in quanto, pur dovendosi riconoscere che la natura di operatore qualificato discende da un requisito sostanziale (ossia l’esistenza di una specifica competenza ed esperienza) ed uno di carattere formale (costituito dalla dichiarazione) la responsabilità per la difformità fra la dichiarazione e i fatti ricade in teneramente sul dichiarante.

Per l’approccio che tende a svalutare la questione della natura “qualificata” o meno del cliente, dovendosi applicare a tutti i clienti la tutela scaturente dai criteri generali di cui all’articolo 21 del Tuf (in particolare lettere a) e b)) e dal rispetto del canone civilistico di “buona fede” (artt. 1175 e 1375) cfr. SANGIOVANNI, *Conclusioni di contratti derivati e responsabilità degli amministratori*, in *Rivista di diritto bancario*, marzo 2010, in www.dirittobancario.it; e LA ROCCA, op. cit., quest’ultimo anche in senso critico a Cass. 12138/2009. Anche con riferimento alla disciplina introdotta a seguito del recepimento della Mifid (cfr. art. 26 e allegato III del regolamento Consob 16190/2007, riportati alle precedenti note 4, 5 e 6) si riscontra diversità di vedute tra chi ritiene che la dichiarazione di essere cliente professionale “...rappresenta solamente il primo atto di un procedimento di valutazione della competenza del cliente. Che è interamente a carico dell’intermediario...” (in tal senso SALATINO, *Contratti di swap dall’“operatore qualificato” al “cliente professionale”*: il tramonto delle dichiarazioni “autoreferenziali”, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 201 ss.; e, in senso analogo, RUGGIERI, *L’operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 403 ss.) e chi invece ritiene che le nuove regole procedurali per l’accertamento delle condizioni atte a confermare la dichiarazione, non spostano l’onere di accertamento sull’intermediario, ma sono volte a mettere in evidenza situazioni e fatti che possono confermare o contraddire la dichiarazione; laddove la novità più significativa risiede nel rafforzamento degli obblighi organizzativi posti a carico degli intermediari per il corretto svolgimento dei servizi, rafforzamento che costituisce la ve-

- la mancanza di omogeneità nei sistemi di “profilatura”, così che una certa operazione, per un determinato cliente, potrebbe rilevarsi “adeguata” o “appropriata” a seconda dell’intermediario che effettua il giudizio¹⁶;

- il carattere relativo della regola di *best execution*, considerato che l’intermediario non è tenuto, per ogni singolo ordine, a valutare e interrogare tutti i possibili canali di esecuzione per assicurare “in assoluto” e sulla base di tutti i fattori considerabili la “migliore esecuzione” dell’ordine per il cliente. La *best execution*, nell’accezione vigente, viene infatti valutata come “generale e procedurale” capacità degli intermediari di scegliere le sedi di esecuzione che consentono di ottenere «in modo duraturo» (e non necessariamente per singola operazione) il miglior risultato possibile per l’esecuzione dell’ordine¹⁷.

Laddove poi la strategia di esecuzione preveda che l’ordine possa essere eseguito anche OTC è sufficiente avere il consenso esplicito

ra tutela per il cliente a fronte di doveri informativi e documentali meramente formali (in tal senso BRESCIA MORRA, op. cit., 140).

Per un caso in cui, pur in presenza di un’operazione inadeguata ai sensi dell’art. 29, comma 3, del reg. Consob 11522/1998, comunque assentita dal cliente, il giudice di merito ha ritenuto la responsabilità dell’intermediario in quanto nella segnalazione scritta prestampata non erano state esplicitate né le ragioni per cui non era possibile procedere all’operazione (e quindi gli specifici profili di inadeguatezza), né il riferimento alle avvertenze ricevute dal cliente, Cfr. Trib. Milano 6.10.2010 n. 12942, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, n. 4, 2010, con nota di PELLEGRINI, *L’inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*, p. 215.

¹⁶ Cfr. VENTURI, *Inaccettabilità di un recente orientamento giurisprudenziale alla luce delle indicazioni della c.d. Mifid*, in *Mondo Bancario*, 2008, n. 1, p. 53 ss., sottolinea come la normativa speciale non offra elementi sufficienti per addivenire ad una definizione univoca ed oggettiva del concetto di operazione non adeguata.

¹⁷ La *best execution* rappresenta dunque un giudizio di carattere relativo, svolto *ex ante* dall’intermediario nella predisposizione delle strategie di esecuzione, che vanno preventivamente comunicate al cliente, affinché questi possa selezionare l’intermediario sulla base della politica di esecuzione degli ordini da questo predisposta. Gli intermediari sono in ogni caso tenuti a riesaminare con periodicità almeno annuale le misure e le strategie di esecuzione al fine di verificarne la perdurante efficacia (art. 47, 2o comma, reg. Consob cit.), con conseguente necessità di predisporre sistemi e procedure di selezione e monitoraggio delle *trading venues* inserite e da inserire nella loro *execution policy* nonché di archiviazione delle informazioni relative alle condizioni di negoziazione presenti sulle varie *trading venues*, in modo da poter dimostrare al cliente e all’Autorità di vigilanza la validità della *execution policy* predisposta e, dunque, il rispetto della *best execution*.

del cliente, in via generale o per singola operazione (cfr. art. 46, comma 2, lett. b del reg. Consob cit.)¹⁸;

- la mancata attuazione del processo di consolidamento delle informazioni tra le diverse *trading venues*, che avrebbe dovuto supplire al venir meno dell'obbligo di concentrazione degli scambi e che la direttiva MiFID non impone, rimettendolo di contro alla iniziativa privata; né il potere attribuito alla Consob dall'art. 79-ter del Tuf (potere peraltro sinora mai attivato) appare decisivo nell'obiettivo di incentivare o promuovere detto processo di consolidamento a fronte dell'inerzia dei privati;

- la riduzione dell'ambito di tutela accordato al cliente, come singolo, dalla nuova disciplina in tema di conflitti d'interesse, laddove manchi un'effettiva vigilanza ed *enforcement* da parte dell'autorità di controllo. Infatti, a differenza del regime vigente, che prevedeva l'informazione preventiva e l'autorizzazione scritta del cliente per ogni singola operazione in conflitto (cfr. art. 27, comma 3, del reg. Consob 11522/1998), la nuova disciplina ancora la tutela del cliente al rafforzamento dei presidi organizzativi dell'intermediario rivolti alla gestione dei conflitti d'interesse (affinchè questi non possano recare danno al cliente), nonché a un dovere di informativa di carattere generale e sintetico circa le politiche di gestione dei conflitti seguite dall'intermediario; fatta salva la necessità di fornire una informazione preventiva e specifica su ogni singola operazione quando i presidi or-

¹⁸ D'altronde, se è vero che nell'attuale contesto normativo il dovere di *best execution* è espressamente ritenuto applicabile dal legislatore comunitario (cfr. considerando n. 69 della direttiva n. 2006/73 – c.d. direttiva di "livello 2") anche nel caso di attività di negoziazione per conto proprio con la clientela e a tutti gli strumenti finanziari, è la normativa comunitaria stessa che rileva come in considerazione delle "differenze tra le strutture dei mercati o degli strumenti finanziari, può essere difficile identificare ed applicare uno standard ed una procedura uniformi per l'esecuzione alle condizioni migliori che siano validi ed efficaci per tutte le categorie di strumenti" (considerando n. 70).

ganizzativi e amministrativi non escludano con “ragionevole certezza il rischio di nuocere agli interessi dei clienti” (art. 18, par. 2, di r. 2006/73)¹⁹;

- la circostanza che la prestazione di servizi d’investimento in regime di libera prestazione di servizi, sia da parte di intermediari comunitari (cfr. art. 27 TUF) che di intermediari extracomunitari autorizzati (cfr. art. 28 TUF), è soggetta alle norme di comportamento e alla vigilanza del Paese d’origine, anche laddove l’intermediario estero abbia “ricercato” i propri clienti in Italia, effettuando, con qualsiasi mezzo, attività di promozione dei propri servizi, laddove, in passato, tale regola valeva solo per il caso in cui fosse stato il cliente a prendere contatti con intermediari residenti in un uno stato estero²⁰;

Le lacune suddette risultano ancor più significative quando si abbia riguardo a contrattazioni OTC, svolte con investitori al dettaglio (o che tali sono, pur professandosi professionali), che hanno ad oggetto titoli o strumenti finanziari particolarmente complessi o che presentano un elevato grado di illiquidità o comunque difficoltà di smobilizzo (come è il caso, dei derivati OTC).

3. Sul punto la Consob è intervenuta, emanando raccomandazioni e

¹⁹ Cfr. art. 29, comma 1, lett. i) del regolamento Consob 16190/2007 e art. 23, comma 3, del regolamento Consob-Banca d’Italia ai sensi dell’art. 6, comma 2 bis, T.u.f. . La nuova disciplina, nel ridurre gli obblighi informativi a carico dell’intermediario, punta dunque su una tutela affidata, in misura maggiore rispetto al passato, sull’adeguatezza degli assetti organizzativi dello stesso, che dovrà strutturarsi ed adoperarsi per individuare ogni situazione di conflitto ed evitare che tale situazione comporti una operatività non indipendente in danno dei clienti. Ritengono che il nuovo approccio rafforzi la posizione del cliente e limiti i rischi di una tutela solo formalistica che conseguirebbe dal porre in capo agli operatori mere attività materiali (quali la richiesta di informazioni e l’acquisizione del consenso ad operare in conflitto) CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, 2008, p. 63 ss.e Brescia Morra, op. cit., p. 143.

²⁰ Sul punto già TEZZON, *Problematiche relative al collocamento di strumenti finanziari derivati*, Audizione presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 30.10.2007, in www.consob.it

indicazioni di “livello 3” (secondo la metodologia c.d. Lamfalussy) concernenti il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione ai clienti “retail” di prodotti finanziari illiquidi²¹: Le raccomandazioni, puntuali e analitiche, investono: 1) i principi ispiratori della politica commerciale dell'intermediario; 2) le misure di trasparenza; 3) i presidi di correttezza in relazione alle modalità di *pricing*; 4) la verifica dell'adeguatezza/appropriatezza degli investimenti.

Con riguardo alla politica commerciale, l'attenzione degli intermediari è stata innanzitutto richiamata sulla esigenza di valutare la compatibilità dei singoli strumenti inseriti nel catalogo prodotti con le caratteristiche ed i bisogni della clientela cui si intende offrirli, prevedendo, tra l'altro, che l'offerta di derivati OTC con espressa finalità di copertura dei rischi finanziari della clientela sia preceduta da una accurata disamina che assicuri la coerenza con detta finalità dei prodotti che in concreto si intendono offrire²².

Sotto altro profilo è stata sottolineata la necessità di orientare i meccanismi di incentivo della struttura aziendale (obiettivi di budget e correlati premi e remunerazioni)²³, secondo criteri non contrapposti al miglior interesse del cliente, al fine di contenere i rischi derivanti dalla percezione, da parte dei dipendenti, collaboratori e promotori finan-

²¹ La Comunicazione Consob n. DIN/9019104 del 2-3-2009 (in www.consob.it) a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, fa riferimento alle obbligazioni bancarie, alle polizze assicurative ed ai derivati negoziati *over the counter*, che per ragioni di diritto o di fatto si connotano come prodotti con specifico "rischio di liquidità", determinato dall'impossibilità giuridica o dalla limitazione fattuale al disinvestimento.

²² Nella Comunicazione si precisa che la scelta di un determinato *target* di clientela, specie di quella *retail*, richiede riflessioni approfondite nella fase di concreta selezione dei prodotti da distribuire e, *a fortiori*, nella possibile fase di ingegnerizzazione. Tale analisi assume particolare rilievo in caso di diretta ingegnerizzazione di prodotti innovativi e complessi, con componenti aleatorie, di non immediata valutazione per gli investitori-clienti.

²³ Tali forme di incentivazione non ricadono nella disciplina degli “inducements” di cui all'articolo 52 del regolamento Consob 16190/2007, in quanto in detto articolo la nozione di “terzo” è riferibile a soggetti estranei alla struttura dell'intermediario.

ziari addetti al contatto con la clientela, di una spinta alla distribuzione di prodotti particolarmente remunerativi per l'intermediario, a scapito di altri prodotti pur in ipotesi maggiormente confacenti agli interessi della clientela.

In tema di *trasparenza*, muovendo dal presupposto che l'esigenza di *disclosure* si presenta particolarmente sentita per i prodotti "illiquidi", sia nella fase propositiva che in quella successiva alla conclusione del contratto, la Consob raccomanda rimedi quali: a) la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione per l'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita - che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente; b) l'indicazione del *valore di smobilizzo* dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato; c) la messa a disposizione del cliente di informazioni in merito alle *modalità di smobilizzo* delle posizioni sul singolo prodotto, con evidenziazione espressa delle eventuali difficoltà di liquidazione connesse al funzionamento dei mercati di scambio e dei conseguenti effetti in termini di costi e tempi di esecuzione della liquidazione, eventualmente rappresentando al cliente la circostanza che l'unica fonte di liquidità è costituita dallo stesso intermediario o da entità riconducibili al medesimo gruppo (precisando in tal caso le regole di *pricing* applicabili); d) l'inserimento nel set informativo da consegnare al cliente di confronti con prodotti di analoga durata, semplici, noti, liquidi e a basso rischio; e) la produzione al cliente di analisi di scenario dei rendimenti, analisi da condursi mediante simulazioni effettuate

secondo metodologie oggettive (ossia rispettose del principio di neutralità al rischio); f) l'esplicitazione nella rendicontazione periodica (da inviarsi ai sensi dell'art. 56 del reg. Consob 16190/2007) del *fair value* del prodotto, nonché il presumibile valore di realizzo determinato sulla base delle condizioni che sarebbero applicate effettivamente al cliente in caso di smobilizzo.

Con riferimento alle modalità di pricing la Consob ha poi richiesto che gli intermediari che offrono prodotti di propria emissione o che comunque operano in contropartita diretta con la clientela si dotino di procedure che, da un lato, garantiscono l'oggettività del processo di quantificazione del prezzo complessivo per il cliente e la sua ricostruibilità anche ex post (*fair value* del prodotto, mark up, commissioni, ecc.), dall'altro, addividuano alla determinazione del *fair value* mediante metodologie riconosciute e diffuse sul mercato, proporzionate alla complessità del prodotto e coerenti con i criteri utilizzati dall'intermediario per la valutazione del portafoglio titoli di proprietà. Laddove poi gli intermediari manifestino la loro disponibilità al riacquisto, i criteri di pricing applicati devono rispecchiare quelli adottati in sede di classamento o vendita al cliente.

Infine, con riferimento alla verifica dell'appropriatezza / adeguatezza degli investimenti, la Consob, con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, muovendo dalla definizione di "consulenza"²⁴, non ha mancato di sottolineare che l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o

²⁴ L'art. 1, comma 5 septies del Tuf, recependo la definizione data dall'art. 52 della direttiva 2006/73/CE, precisa 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. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione".

quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di "adeguatezza" previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

La raccomandazione, sempre con riferimento ai derivati OTC espressamente distribuiti con finalità di copertura, impone poi agli intermediari di dotarsi di procedure idonee a valutare l'adeguatezza dell'operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità di *hedging* dei clienti ed a suggerire prodotti idonei sotto il profilo dell'efficacia e dell'efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative.

E' previsto infine che le procedure aziendali siano organizzate per consentire un monitoraggio delle posizioni coperte e di copertura per tutta la durata dell'operazione, sulla base dell'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili, con obbligo per l'intermediario di segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

Fatto salvo il limite della riferibilità della "Comunicazione" ai soli investitori al dettaglio, l'insieme delle cautele in essa previste sembra costituire un'ampia griglia di difesa per il cliente che contratti derivati OTC con un intermediario.

Tuttavia, a ben guardare, se si escludono le garanzie che attingono ai profili informativi, si tratta per lo più di presidi che si rivolgono all'organizzazione e all'operatività interna dell'intermediario (politica commerciale, modalità di pricing, monitoraggio nel tempo

dell'operazione), e che dunque non sono nella disponibilità percettiva del cliente, che non è in grado né di conoscerli ed apprezzarli, né di controllarne l'effettivo rispetto.

Spetta dunque all'Autorità di controllo vigilare ed eventualmente adottare le necessarie misure sanzionatorie, rimanendo l'*enforcement*, il 4° livello del modello Lamfalussy, il vero banco di prova per la tutela del cliente, anche al fine di evitare, prevenendole, eventuali supplenze del giudice civile e penale.

L'*enforcement* è tuttavia costoso, sia per chi lo deve applicare, sia per chi lo subisce. Al di là dell'effetto deterrente, si corre poi il rischio che l'intervento repressivo non sia tempestivo e dunque che gli investitori comunque subiscano danni. Occorre dunque individuare dei rimedi preventivi che vadano oltre la chimera che vede affidata esclusivamente alla "disclosure" la tutela del cliente.

La casistica giurisprudenziale ha infatti acclarato come la trasparenza non costituisce sufficiente presidio per quegli investitori che non sono in grado di "valutare criticamente" le informazioni fornite, al di là di una loro (soggettivamente o anche oggettivamente) presunta "competenza"; ed anche le vicende della crisi finanziaria dell'ultimo triennio hanno evidenziato come intermediari e investitori di standing internazionale siano incorsi in clamorosi errori di valutazione delle informazioni relative agli strumenti finanziari da loro trattati.

In altri termini, una tutela del cliente che voglia essere effettiva, non è solo un problema di "asimmetrie informative", quanto anche di "asimmetrie cognitive"²⁵.

Dovendosi necessariamente rifuggire da forme di paternalismo

²⁵ E ci è a prescindere dall'eventuale ruolo svolto dalle "anomalie comportamentali", cioè dall'assunzione di decisioni in contrasto con l'assunto di razionalità delle scelte, già ricordate alla precedente nota 12, o dai più banali "comportamenti gregge".

legislativo o giudiziario²⁶ che cozzino con il principio di autoresponsabilità delle scelte e favoriscano comportamenti ispirati al “moral hazard”, una possibile strategia alternativa è quello di cumulare alla disciplina dello “scambio” una disciplina del “prodotto”, che tenga conto dei limiti cognitivi suddetti.

Le “regole di prodotto” possono innanzitutto consistere in divieti: evitare che certi strumenti finanziari “circolino tra” o “pervengano a” investitori che non abbiano determinate caratteristiche soggettive ed oggettive. Al di là delle criticità che una opzione siffatta genera²⁷, il nostro ordinamento già conosce fattispecie normative ad essa riconducibili.

L'esempio più rilevante è costituito dai “fondi riservati” previsti dal d.m. 24.05.1999 n. 228 (come da ultimo modificato dal d.m. 5.10.2010 n. 197) la cui partecipazione, in base al regolamento di gestione, è riservata a “i investitori qualificati”²⁸. Altra e distinta ipotesi (in quanto non a carattere generale, ma attinente all'esercizio della vigilanza nei confronti degli operatori) è riconducibile alla previsione dell'art. 53 Tub che consente alla Banca d'Italia di vietare o limitare

²⁶ Sul paternalismo giurisprudenziale, cfr. per tutti, PELLEGRINI, *Giurisprudizione, diritto ed inaccettabile “compensazione sociale”*, nota a Tribunale di Venezia, Sezione distaccata di Chioggia, ordinanza 24 novembre 2005, in *Mondo bancario*, 2005, n.6, p.22 ss; ID, *La responsabilità dell'intermediario per “solidarietà creditoria” in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, nota a Trib. Ferrara, sentenza 28 settembre 2007, n.12 agosto 2007, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2008, II, p. 165 ss; e nota a Trib. Milano 6.10.2010 n. 12942, “*L'inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*”, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 4, 2010, 215, cit..

²⁷ Il procedere per divieti in funzione di tutela è infatti una delle forme estreme di paternalismo legislativo, in contrasto con il principio di autodeterminazione dell'individuo. Inoltre “regole di prodotto” fondate su divieti, per non essere facilmente aggirate, richiedono un'applicazione uniforme in tutto il mercato (non solo nazionale, ma anche europeo e mondiale), potendo altrimenti il cliente trattare o acquistare altrove ciò che è vietato da un determinato ordinamento.

²⁸ Sulle sanzioni civilistiche (nullità, annullabilità o inefficacia) scaturente dalla violazione della riserva di circolazione “tra determinati soggetti” cfr. già il mio, *Il risparmio gestito*, 2000, cap. 6, sub. 2.

l'operatività delle banche rispetto a determinati prodotti²⁹.

Ma “regole di prodotto” sono anche quelle che, senza intervenire sulla facoltà di autodeterminazione degli investitori, li agevolano nella scelta consapevole dell'oggetto di investimento, tipizzandolo in modo da evitare “sorpresa”, e che non limitano l'innovazione finanziaria che resta per altra via assolutamente libera di creare “prodotti nuovi”.

Un potere siffatto è riconosciuto sempre alla Banca d'Italia dall'art. 117, ultimo comma, del Tub, laddove si prevede che questa possa prescrivere “.. *che determinati contratti, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato*”³⁰, rimanendo sanzionati di nullità i contratti difformi. E anche in applicazione di tale previsione le Istruzioni di vigilanza, in materia di raccolta del risparmio non bancario tra il pubblico, hanno tipizzato i buoni fruttiferi e i certificati di deposito.

Analogo potere, seppur in concreto mai esercitato, fa capo alla Consob, ai sensi dell'art. 95, comma 4, del Tuf, potendo la stessa determinare “*quali strumenti o prodotti finanziari, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati ovvero diffusi tra il pubblico ... e individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, devono avere un contenuto tipico determinato*”³¹.

Quello della “tipizzazione”, rappresenta al contempo un rimedio

²⁹ Ad esempio, in forza di tale potere, lo scorso anno è stato vietato alla banca Italease, in difficoltà, di operare su strumenti derivati che non fossero i “plain vanilla”.

³⁰ Nella precedente versione la norma faceva riferimento, oltre che ai “contratti”, anche ai “titoli”, riferimento quest'ultimo caduto in esito al trasferimento alla Consob di ogni competenza in materia di “prodotti finanziari”, quand'anche emessi da banche ed assicurazioni.

³¹ Invero tale disposizione appare meno felice dell'omologa prevista dal Tub, in quanto, da un lato, tale potere tipizzante concerne solo strumenti finanziari che siano quotati su mercati regolamentati o comunque diffusi; dall'altro, si tratta di un potere tipizzante che opera solo ex post e per la cui violazione non è prevista una specifica sanzione.

e una opportunità da cogliere nell'obiettivo di addivenire a una tutela della clientela che sia rispettosa delle libertà di tutti gli attori del mercato e, non a caso, tale rimedio è stato di recente valorizzato (vedi infra) con riguardo ai profili prudenziali che involge la contrattazione OTC.

4. La *contrattazione* OTC è - secondo il comune avviso - una delle cause che hanno contribuito ad alimentare e quindi far esplodere la crisi finanziaria a tutti nota. In realtà, i fattori genetici della crisi sono molteplici come la dottrina economica non ha mancato di individuare³².

Dal punto di vista macroeconomico sono stati invocati la politica monetaria espansiva della Fed, congiunta al difetto di risparmio e all'eccessivo indebitamento tanto del settore pubblico quanto del settore privato (imprese e famiglie) dell'economia statunitense, a fronte del surplus di risparmio e del difetto di domanda interna nei grandi paesi emergenti, con conseguenti, ampi squilibri della bilancia dei pagamenti³³.

Dal punto di vista microeconomico, le cause comunemente individuate possono essere ricondotte a tre distinti filoni: l'adozione di modelli di business poco prudenti da parte degli operatori, i limiti e le

³² Tra i numerosi contributi sulle cause della crisi, si vedano nella dottrina internazionale, tra gli altri, BORIO, *The Financial Turmoil of 2007-? A Preliminary Assessment and Some Policy Considerations*, 2008, BIS Working Paper, n. 251; DELL'ARICCIA, IGAN E LAEVEN *Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market*, 2008, IMF Working Paper, n. 106; Acharya e Richardson (ed.), "Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System. An Independent View from New York University Stern School of Business. 2008; e in quella nazionale, LINCiano, *La crisi dei mutui subprime*, in *Quaderni di Finanza della Consob*, n. 62, 2008; COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3, 2010, p. 201; e nella rivista medesima, CAVALIERI, *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, 2009, I, p. 100; MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, 2009, I, p. 147.

³³ Cfr. TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, intervento alla Scuola di Alta Formazione dell'I.P.E., 21.01.2011, in www.bancaditalia.it

distorsioni della regolamentazione, l'insufficienza dell'azione di vigilanza.

Per quanto concerne il primo profilo, gli operatori, si sono indirizzati verso forme di impiego non meritevoli e non adeguatamente garantite ovvero caratterizzate da elevati livelli di leva finanziaria e forte opacità, spinti da una logica di profitto alimentata anche da sistemi di remunerazione distorti e di breve periodo. Il ricorso alla finanza strutturata e alle cartolarizzazioni ha consentito di traslare ad altri operatori e poi anche al mercato i rischi (in particolare di credito e di controparte, come è avvenuto nel caso dei mutui subprime cartolarizzati e dei CDS – credit default swaps) insiti in dette forme di impiego.

Il tutto, in presenza di forti conflitti d'interesse e nell'incapacità (talora compiacente) delle agenzie di rating di fare luce sull'effettivo valore di ciò che veniva scambiato; tanto più laddove gli scambi sono avvenuti OTC e, quindi, in sostanziale assenza di una “disciplina pubblica” di mercato che ne assicurasse “trasparenza” e piena conoscenza da parte delle autorità³⁴.

L'affermazione del modello “*originate to distribute*”, in contrapposizione al modello “*originate to hold*” e in mancanza di clausole di “*lock in*”, ha fatto sì che le banche, erogando credito o investendo in attività finanziarie da cedere, anziché tenere, abbiano posto scarsa

³⁴ Va tuttavia sottolineato che, a partire dal 1998, la Banca d'Italia, per iniziativa del *Committee on the Global Financial System*, che si riunisce a Basilea, presso la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), effettua e pubblica semestralmente la rilevazione delle posizioni in essere su base consolidata sui contratti derivati OTC di un campione composto dai gruppi bancari italiani maggiormente operativi nel comparto. Tale rilevazione si fonda sulle raccomandazioni del Rapporto “*Proposals for improving global derivatives market statistics*”, presentato dal suddetto Comitato nel luglio 1996. Oggetto della rilevazione sono il valore nozionale e il valore lordo di mercato (positivo e negativo) dei contratti derivati su: a) tassi di cambio; b) tassi d'interesse; c) azioni e indici azionari (*equity-linked*), merci (*commodities*); d) *credit default swaps* (da dicembre 2004). Per ciascuna tipologia di contratti è inoltre richiesta la suddivisione per classi di vita residua (“fino ad un anno”, “tra 1 anno e 5 anni” e “oltre 5 anni”).

attenzione nel selezionare correttamente e controllare gli impieghi. In poche parole, il sistema finanziario, e in particolare quello bancario, hanno tradito la loro missione, la loro stessa ragion d'essere, quella di "valutatori professionali del merito creditizio".

Ma la crisi ha anche acceso i riflettori sulle carenze di una regolamentazione, caratterizzata da: a) una mancata armonizzazione a livello internazionale della disciplina del patrimonio di vigilanza e dall'inserimento nello stesso di elementi di scarsa o dubbia capacità di assorbimento delle perdite; b) dal venire meno di specifici vincoli alla trasformazione delle scadenze e di una disciplina volta a preservare nel breve periodo un adeguato livello di liquidità dell'intermediario, quasi che la liquidità stessa fosse un fattore esogeno e dipendente esclusivamente dal mercato; c) dalle distorsioni rivenienti dalla classificazione dei derivati su crediti nel portafoglio di negoziazione (*trading book*), dove le regole prudenziali richiedevano requisiti patrimoniali molto più contenuti rispetto al portafoglio creditizio (*banking book*), circostanza questa che ha indotto molti intermediari a investire in questi strumenti; d) dalle carenze nella disciplina dell'attività e delle responsabilità delle agenzie di rating; e) dall'assenza di un'adeguata normativa di vigilanza sul c.d. shadow banking system, ovvero su quell'insieme di intermediari interconnessi con il sistema bancario attraverso operazioni di finanziamenti a breve termine, e quindi svolgenti di fatto attività bancaria; f) dalla prociclicità della strumentazione di vigilanza prudenziale, che impone l'aumento della dotazione patrimoniale all'aumentare del rischio e dunque, al momento dell'inversione del ciclo economico, può indurre fenomeni generalizzati di disimpiego, con la possibile conseguenza di un'amplificazione della fase recessiva; g) dall'assenza di una discipli-

na specifica dei controlli per quelle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (le c.d. sifi), le cui di menzioni possono indurre a comportamenti di *moral hazard* e quindi ad assumere rischi eccessivi, da scaricare poi eventualmente sulla collettività, nel convincimento del “*too big to fail*”; h) dalla sostanziale opacità, per il mercato e per le autorità degli scambi di attività finanziarie OTC e dall’elevato rischio di controparte ad esse connesso che, in mancanza di meccanismi di monitoraggio e di garanzia, possono generare nei periodi di crisi pericolosi “effetti domino”³⁵.

Con riguardo infine all’azione di vigilanza, si è preso atto che la crisi ha potuto manifestarsi in tutta la sua virulenza anche in relazione al mancato coordinamento delle autorità di controllo e ai diversi comportamenti da queste tenuti, sia nell’interpretazione ed applicazione della normativa, sia nella verifica del suo rispetto.

La mancanza di un effettivo “single rulebook” e gli approcci c.d. “light touch”, oltre ad aver generato distorsioni concorrenziali, sono stati l’humus nel quale la crisi ha potuto alimentarsi sostanzialmente indisturbata.

Come noto, la risposta a tutte le evidenziate carenze regolamentari si è avuta con il progetto di riforma della regolamentazione del sistema finanziario predisposto, su mandato dei capi di Stato e di governo del G20, dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e dal Financial Stability Board, approvato nella riunione di Seoul del novembre 2010³⁶, progetto di riforma che affronta tutte le carenze sopra

³⁵ Sul censimento delle carenze regolamentari che la crisi ha evidenziato cfr. MIELI, *Prospettive della regolamentazione e della vigilanza*, intervento al Convegno della Banca Carige Convegno *La crisi: implicazioni e scenari per gli intermediari finanziari*, Genova, 19.11.2010; TARANTOLA, *Verso una nuova regolamentazione finanziaria*, op. cit., entrambi in www.bancaditalia.it.

³⁶ V. Basel Committee on Banking Supervision, *The Basel Committee’s response to the financial crisis: report to the G20*, ottobre 2010; Financial Stability Board, *FSB G20 Leaders on Pro-*

segnalate, ma il cui punto nodale è rappresentato dalla revisione delle regole sul capitale delle banche (noto come Basilea 3) che andrà a regime nel 2019, gradualità necessaria al fine di evitare che sia ostacolata la ripresa economica.

Con specifico riferimento al tema della contrattazione OTC su derivati, le linee guida del progetto di riforma sono contenute in 21 raccomandazioni, che riguardano: la standardizzazione dei contratti, il ricorso a meccanismi di regolamento a controparte centrale; l'utilizzo di piattaforme e sistemi elettronici di scambio; l'obbligo di reporting delle transazioni effettuate ad appositi sistemi di registrazione (c.d. "trade repositories")³⁷.

La standardizzazione dei contratti è ritenuta la pre-condizione necessaria per addivenire all'utilizzo generalizzato di piattaforme e sistemi elettronici di scambio, nonché al regolamento dei contratti derivati a mezzo controparti centrali, e quindi, in ultima analisi, ad un aumento della trasparenza del mercato. In relazione a ciò viene raccomandata l'adozione di incentivi che favoriscano la standardizzazione dei contratti derivati e dei relativi processi di negoziazione.

Il ricorso ai meccanismi di regolamento a "controparte centrale", che riduce il pericolo di crisi sistemiche, viene incentivato prevedendo

gress of Financial Regulatory Reforms, novembre 2010.

³⁷ Cfr. FSB, Implementing OTC Derivatives Market Reforms, 25 October 2010, in www.financialstabilityboard.org. Già nel summit di Pittsburgh del settembre 2009 i Paesi del G-20 avevano convenuto che "All standardised OTC derivative contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end- 2012 at the latest. OTC derivative contracts should be reported to trade repositories. Noncentrally cleared contracts should be subject to higher capital requirements. We ask the FSB and its relevant members to assess regularly implementation and whether it is sufficient to improve transparency in the derivatives markets, mitigate systemic risk, and protect against market abuse". In tema, per tutti, Draghi, Intervento al convegno AIAF – ASSIOM FOREX, Verona, 26.02.2011, in www.bancaditalia.it, per il quale la riforma dei mercati dei derivati *over the-counter* mira a realizzare " ... basi più sicure e trasparenti, con una maggiore standardizzazione delle operazioni, obblighi di utilizzare controparti centrali per i contratti standardizzati, l'accesso pieno e tempestivo ai dati da parte delle autorità".

maggiori requisiti di capitale per l'assunzione di posizioni in derivati non standardizzati, che non siano regolati in sistemi centralizzati di "clearing" sottoposti a vigilanza pubblica³⁸.

Viene rimessa all'autorità anche l'individuazione delle ipotesi in cui obbligatoriamente i derivati OTC debbano essere regolati su sistemi centralizzati, senza tuttavia imporre ai contraenti l'utilizzo di una determinata controparte centrale (anzi dovendosi prevedere regole che facilitino l'accesso diretto e indiretto alle stesse), né alle controparti centrali obblighi di "processare" i derivati³⁹.

Con riguardo all'utilizzo di piattaforme e sistemi elettronici di scambio se ne impone l'adozione per tutti i contratti derivati "standardizzati", fatta salva l'ipotesi in cui il mercato non sia sviluppato a sufficienza per renderne praticabile l'uso. In ogni caso si sollecitano le autorità a studiare i benefici e i costi per rendere disponibili i prezzi e i volumi di tutte le transazioni su derivati, anche quelle non standardizzate o non regolate a "controparte centrale", che continueranno a essere effettuate OTC.

Infine, con riferimento all'obbligo di reporting sulle transazioni effettuate - finalizzato soprattutto a consentire l'accesso delle autorità a tutte le informazioni rilevanti ai fini di vigilanza sistemica - il Financial Stability Board, nel suo più recente rapporto⁴⁰, ha reso noto

³⁸ La raccomandazione n. 5, prevede a tal fine che: *"In determining whether an OTC derivative product is "standardised" and therefore suitable for central clearing, authorities should take into account (i) the degree of standardisation of a product's contractual terms and operational processes; (ii) the depth and liquidity of the market for the product in question; and (iii) the availability of fair, reliable and generally accepted pricing sources. In determining whether a mandatory clearing requirement should apply, authorities should consider whether the risk characteristics of the product can be measured, financially modelled, and managed by a CCP that has appropriate expertise"*.

³⁹ Una particolare procedura (che prevede apposite indagini e l'attivazione di incentivi) è prevista per il caso in cui determinati derivati, da considerarsi standardizzati, ai sensi della nuova disciplina, non trovino controparti centrali disposte a processarli.

⁴⁰ Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial

che il gruppo di lavoro incaricato di dare concreta attuazione sul punto alla riforma⁴¹ ha in corso di definizione uno studio (che sarà presentato nella riunione del prossimo aprile del FSB) teso a individuare: 1) il contenuto minimo della standardizzazione e del “data reporting” sui contratti derivati; 2) la metodologia e i meccanismi di aggregazione dei derivati su base consolidata, che dovranno essere utilizzati sia per la segnalazione dei dati delle transazioni che gli operatori saranno tenuti ad effettuare agli appositi sistemi di registrazione (per l’ appunto i “trade repositories”), sia per le segnalazioni che questi ultimi dovranno effettuare al pubblico e alle autorità di vigilanza.

Le linee di riforma descritte ricalcano in larga misura quelle fatte proprie negli Usa dal Dodd-Frank Act (la cosiddetta riforma finanziaria Obama) che, in tema, attribuisce poteri alle autorità di vigilanza a livello nazionale e introduce il principio della regolamentazione del mercato dei derivati mediante la *clearing house* e gli *standard contracts*.

La nuova legge federale statunitense peraltro, con riferimento agli operatori bancari su derivati, si presenta assai più severa in quanto consente agli stessi di effettuare attività di trading solo su circuiti borsistici e non più over the counter, e impone, in ogni caso, il divieto del *trading* con i propri fondi (rendendo quindi inevitabile lo svolgimento di tale attività attraverso società controllate), pur in presenza di una parziale deroga del 3% del proprio *Tier 1 capital* per l’investimento in *hedge fund* e *private equity* e fino a un massimo del

Stability - Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, Parigi, febbraio 2011.

⁴¹ Gruppo di lavoro costituito nell’aprile 2010 e di cui fanno parte i rappresentanti del CPSS Committee on Payment and Settlement Systems e lo IOSCO (International Organization of Securities Commissions)

3% del capitale di questi ultimi⁴².

Al di là delle limitazioni operative agli operatori bancari, la disciplina d'oltreoceano appare maggiormente convincente in quanto attribuisce più incisivi poteri "tipizzanti" alle Autorità di controllo, laddove la riforma che si va delineando in Europa rimette la tipizzazione/standardizzazione dei contratti su derivati a un meccanismo di incentivi che potrebbe rilevarsi alla resa dei conti non sufficientemente mordente.

Marco Sepe

Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università Unitelma Sapienza di Roma

⁴² In tema COLOMBINI, *La crisi finanziaria e la riforma Obama*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 3, 2010, I, 218, il quale precisa che i limiti suddetti tendono " ..a ridurre gli eccessi speculativi delle banche e, quindi, gli impatti in positivo o negativo sui profitti, restringendo nella sostanza la gamma degli strumenti e riducendo le patologie legate all'intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari".

SUL NUOVO “PROTOCOLLO DI AUTONOMIA” DELLA ASSOGESTIONI *

ABSTRACT: The paper covers the topic of the role and scope of the Protocol of Autonomy, which has been elaborated by the Assogestioni, the Association of the Italian asset management companies (“SGR”), this year in February, as a self-regulatory tool for conflict of interest management in the provision of investment services and asset management activity.

The paper begins by depicting the implications for the SGR’s conflict of interests stemming from the fact that the relationship between the management company and the investors is marked by a structural “separation of ownership and control” and therefore is typically fiduciary in character. On this ground, the paper examines the legal nature of the Protocol and argues that, despite its not binding character (as each Associate is free to join it or not), the Protocol could be considered by the Supervisory Authorities and the Courts as a means for assessing the fulfilment on the part of the SGR of its legal obligations to act diligently, fairly and transparently toward the clients and investors.

The paper then explores the content of the Protocol and its recommendations relating to the organizational measures which could be implemented by the SGR in order to identify and manage the conflict of interests. Special emphasis is put on the attributions of the corporate bodies and their members, with particular reference to the powers of the board’s independent directors and the regulation of the plurality of offices of the SGR directors and top managers.

* Testo, integrato con gli essenziali riferimenti bibliografici, di una relazione tenuta a Milano il 15 giugno 2011 nell’ambito di una Giornata di Studi su “Le operazioni in conflitto di interessi, con parti correlate e degli esponenti aziendali di società quotate, banche e intermediari finanziari”.

Contributo approvato dai revisori.

Finally, the paper develops some brief thoughts about the role of the SGR in the corporate governance as monitoring devices of the management of the investee companies. In this respect, the paper articulates some rules of conduct pertaining to the exercise of voting rights attached to the shares belonging to the portfolios managed and the presentation by the SGR of lists of candidates for the election of the listed companies' Board of Director's members.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Le aree conflittuali nella prestazione del servizio di gestione collettiva. - 3. “Protocollo di Autonomia” e “tecniche” di gestione dei conflitti di interessi delle SGR. – 4. (*Segue*): natura giuridica del Protocollo. – 5. Sulle modalità di adozione del Protocollo. – 6. L’articolato: gli amministratori indipendenti. – 7. (*Segue*): il cumulo di funzioni. – 8. (*Segue*): l’esercizio del diritto di voto e di altri diritti amministrativi inerenti agli strumenti finanziari immessi nei patrimoni gestiti.

1. E’ opinione diffusa, e certamente esatta, quella secondo cui obiettivo principale di qualunque disciplina degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari sia la predisposizione di meccanismi di controllo volti a prevenire e arginare il verificarsi di situazioni di conflitto di interessi tra gestore (e gruppo di appartenenza del gestore), da un lato, e partecipanti al fondo, dall’altro (1). L’espressione «conflitto di interessi» designa, in termini generalissimi, l’eventualità che il titolare del potere di compiere atti giuridici per conto di altri (2), in quanto soggetto all’obbligo di curarne l’interesse (3), utilizzi la prerogativa

⁽¹⁾ Cfr. LENER, *Le società di gestione del risparmio. Prevenzione dei conflitti di interesse e tutela del cliente*, in *Banca, impr. e società*, 1999, 351 ss.

⁽²⁾ Conservino essi rilevanza “interindividuale” (si pensi all’istituto rappresentativo regolato dagli artt. 1387 ss. c.c.) od “organizzativa” (si pensi all’amministrazione di società): e sulla differenza tra le due ipotesi v. FERRO-LUZZI, *Dal conflitto di interessi agli interessi degli amministratori: profili di sistema*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 661 ss.

⁽³⁾ Giacché è nella alienità dell’interesse e nel carattere fondamentalmente *doveroso* dell’attività orientata alla sua soddisfazione che va rintracciato il nucleo logico di ogni

di cui dispone per appropriarsi di valori che non gli competono ⁽⁴⁾. La natura del conflitto di interessi varia in ragione del rapporto giuridico di volta in volta considerato, potendo consistere nello sfruttamento di un vantaggio informativo acquisito in virtù del particolare ufficio ricoperto o nella conclusione di un contratto a condizioni vantaggiose per chi lo pone in essere e svantaggiose per colui nella cui sfera giuridica sono destinati a prodursi gli effetti del contratto.

Nella prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio il tema del conflitto di interessi assume una colorazione particolare e ulteriore rispetto ad altri rami dell’agire giuridico ⁽⁵⁾. Ciò dipende dalla estrema specializzazione del servizio prestato dall’intermediario che, almeno nello schema del fondo aperto, impedisce di attribuire direttamente all’investitore poteri di interlocuzione nelle (e di controllo delle) scelte amministrative assunte. L’efficienza economica del modello si regge, in vero, sulla possibilità di aggregare ampie masse di risparmio, minimizzando i costi di transazione e di informazione, e sulla finalità di

fenomeno propriamente *gestorio*: v. PUGLIATTI, *Rilevanza del rapporto interno nella rappresentanza indiretta*, in *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965, 486 e 496; più di recente, e riscontrando la situazione di conflitto di interessi in ciò che un potere assegnato per l’attuazione di un interesse altrui viene impiegato per il perseguimento di fini propri del decisore, v. MATTEI, *Il conflitto di interessi come categoria ordinante. Interesse di un’ipotesi di lavoro*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 248.

⁽⁴⁾ Trattandosi di utilità tipicamente – cioè, in forza della causa del contratto, necessariamente – destinate alla sfera del gerito: per la centralità di tale aspetto v., per tutti, MINERVINI, *Il mandato, la commissione, la spedizione*, nel *Trattato di dir. civ.* diretto da F. Vassalli, VIII, t.1, Torino, 1957 (rist.), 4. Ed è in ragione di tale profilo che il conflitto di interessi assume visibilità per l’ordinamento: cfr. LUMINOSO, *Il conflitto di interessi nel rapporto di gestione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 742 il quale sottolinea come il conflitto di interessi, «per essere giuridicamente rilevante, deve essere – o, a seconda delle tesi, non deve necessariamente essere – pregiudizievole», e cioè risolversi, appunto, nel «mancato conseguimento dei vantaggi che l’agente sarebbe stato in grado di procurare al *dominus*».

⁽⁵⁾ Sulla “peculiarità” del problema del conflitto di interessi nel governo delle SGR v. STELLA RICHTER jr, *La governance delle società di gestione del risparmio*, Quaderno Assogestioni, 2009, 7.

consentire al singolo investitore l'accesso a forme professionali di amministrazione del proprio patrimonio.

L'esigenza di riservare le decisioni in via esclusiva alla SGR accresce, tuttavia, il rischio di condotte opportunistiche da parte di quest'ultima per la possibilità che le si schiude di massimizzare il proprio profitto in danno degli investitori: un rischio, questo, il quale, oltre a essere immanente al fenomeno della gestione indifferenziata in monte (qualunque configurazione essa assuma: contrattuale, statutaria, *unit trust*), si acuisce in sistemi, come quello italiano, caratterizzati da una forte concentrazione degli assetti proprietari. Sotto tale ultimo profilo, anzi, la figura del conflitto di interessi nell'amministrazione dei fondi comuni di investimento mostra di caratterizzarsi quale segmento e manifestazione del più generale "problema" del gruppo ⁽⁶⁾, ove si abbia cura di precisare che il bene giuridico meritevole di protezione risulta essere per l'ordinamento di settore non l'interesse dei soci "esterni" della SGR (come dovrebbe dirsi se ci si collocasse nella prospettiva degli artt. 2497 ss. c.c.), bensì quello dei partecipanti al fondo, ossia di investitori a essa "estranei" ⁽⁷⁾.

2. Il riferimento appena effettuato alla dimensione del gruppo consente in particolar modo di operare, sia pure in chiave puramente esemplificativa, una ricognizione delle tipologie di conflitto di interessi che

⁽⁶⁾ Sul quale v. già GAMBINO, *Responsabilità amministrativa nei gruppi societari*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 841 ss.; e ora, diffusamente, GUIZZI, voce «Direzione e coordinamento di società», nei *Dizionari di diritto privato* promossi da N.Irti, *Diritto commerciale* a cura di N.Abriani, Milano, 2011, 350 ss.

⁽⁷⁾ Ciò che, peraltro, lascia intatto – e, a ben vedere, legittima – l'interrogativo «su quale sia l'interesse della società di gestione del risparmio e, in particolare, se e come esso si arricchisca degli interessi dei sottoscrittori del fondo» (così STELLA RICHTER jr, *op. loc. citt.*).

più di frequente possono manifestarsi nella gestione di un portafoglio su base collettiva. Al riguardo, sembra infatti plausibile isolare le situazioni conflittuali indotte dai rapporti di gruppo e separarle da quelle suscettibili di manifestarsi anche in una SGR “indipendente”. Alla prima area conflittuale si riconducono essenzialmente le decisioni concernenti: (i) da un lato, le operazioni di investimento aventi a oggetto strumenti finanziari emessi o collocati da società del gruppo di appartenenza del gestore, e in particolar modo le c.d. “joint transactions” con parti correlate, vale a dire a operazioni alle quali l’organismo di investimento collettivo partecipa “congiuntamente” a società del gruppo, procedendo all’acquisto di strumenti finanziari non coerenti con i propri obiettivi di investimento; (ii) dall’altro, i rapporti contrattuali in forza dei quali il gestore si affida a un intermediario del gruppo per l’esecuzione delle operazioni di investimento o disinvestimento dei beni del fondo come pure, più in generale, ai rapporti negoziali in forza dei quali società del gruppo prestano servizi in favore del fondo.

Nella seconda tipologia di conflitti di interessi, quella attinente a profili della gestione collettiva non necessariamente incisi dal “fatto” della soggezione alla altrui direzione e coordinamento, possono farsi rientrare, invece, decisioni concernenti in vario modo la *struttura delle commissioni* (si pensi all’applicazione di commissioni di performance anche in fasi di mercato calante, o alla moltiplicazione “fittizia” di servizi in favore del fondo, al fine di creare la causa giustificativa per l’applicazione di ulteriori commissioni) o situazioni conflittuali originate da *condotte opportunistiche* di dipendenti e promotori, legate alla utilizzazione di informazioni acquisite sul luogo di lavoro per il compimento di operazioni “personali” su titoli o indotte da una particolare configurazione dei compensi (es., bonus o emolumenti con componente

variabile ancorata all'andamento del fondo, con il pericolo che vengano assunte decisioni di investimento o disinvestimento particolarmente rischiose): vicende, queste, di deviazione dal perseguimento dell'interesse normativamente preconstituito dei sottoscrittori del fondo le quali, con ogni evidenza, si manifestano riscontrabili in qualsiasi SGR, di là dalla sua appartenenza a un gruppo.

3. Il “Protocollo di Autonomia” elaborato dalla Assogestioni nel febbraio del 2011 si pone quale tentativo equilibrato di offrire alle SGR uno strumento negoziale per impostare la soluzione dei predetti conflitti. Deve subito osservarsi come esso costituisca non una mera revisione del previgente Protocollo (varato inizialmente nel febbraio 2001 e poi “rivisitato” nel marzo del 2004), bensì, più propriamente, una sua *evoluzione* (come suggerito anche dalla scelta di mutarne il nome da “Protocollo di autonomia per le società di gestione del risparmio” a “Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi”). Tale evoluzione si è resa necessaria in ragione del rinnovato assetto normativo delineato dal recepimento della MiFID e della centralità per conseguenza assunta, nel corpo degli obblighi gravanti sugli intermediari finanziari, dal dovere di identificare, trattare e neutralizzare fattispecie potenzialmente idonee a determinare una deviazione dal perseguimento dell'interesse della clientela ⁽⁸⁾.

In questa cornice si inserisce il Regolamento Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007 «in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio» (di seguito, anche il “Regolamento Congiun-

⁽⁸⁾ V. sul punto ENRIQUES, *L'intermediario in conflitto di interessi nella nuova disciplina comunitaria dei servizi d'investimento*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 844 ss.

to”), il cui Capo II disciplina, in attuazione di quanto previsto dall’art. 6, comma 2-*bis*, lett. *l*), TUF, i conflitti di interessi che potrebbero insorgere tra la SGR (o la SICAV) e gli OICR e i partecipanti agli stessi, o tra i patrimoni gestiti in monte e i portafogli individuali o ancora tra i diversi OICR, stabilendo essenzialmente, per un verso, che tali conflitti devono essere, appunto, «identificati» e «gestiti tramite idonee misure organizzative» (art. 37, comma 1) e, d’altro verso, che le SGR e le SICAV «formulano per iscritto, applicano e mantengono un’efficace politica di gestione dei conflitti di interessi in linea con il principio di proporzionalità» (art. 39, comma 1).

Anche in considerazione di questa più stringente impalcatura pre-cettiva veniva istituito un “Gruppo di Lavoro sui fondi comuni italiani” sotto il coordinamento di Banca d’Italia con l’obiettivo di elaborare talune indicazioni e proposte di intervento funzionali a stimolare la crescita e lo sviluppo dell’industria del risparmio gestito. Il Gruppo di Lavoro predisponne, nel luglio del 2008, un *Rapporto* nel quale, tra l’altro: (*aa*) raccomandava la adozione di «interventi sulla *governance* delle SGR, volti a rafforzarne l’autonomia, con riferimento: al regime di incompatibilità tra gli amministratori della SGR e gli esponenti del gruppo (coloro che hanno cariche operative in società del gruppo non dovrebbero essere amministratori o direttori generali della SGR e viceversa); alla presenza e al ruolo degli amministratori indipendenti (che dovrebbero essere in numero significativo, detenere la presidenza e essere in maggioranza nei comitati, ove esistenti, di controllo interno, di *compliance* e di remunerazione); ai limiti e alle modalità con i quali devono essere esercitati i poteri di indirizzo e coordinamento da parte delle società capogruppo», e (*bb*) sollecitava la formulazione da parte dell’industria di «linee di politica aziendale e/o codici di autodisciplina

in materia di consulenza, assistenza alla vendita di strumenti finanziari e di governo societario delle SGR», contemplando altresì, e soprattutto, la possibilità che le autorità verificassero tali politiche e codici per eventualmente «riconoscerli come adeguati ai fini del rispetto della normativa», devolvendo quindi alla funzione di conformità del singolo intermediario il compito di riscontrare il rispetto delle stesse.

Ed è con precipuo riferimento alla esigenza di rafforzare la *autonomia decisionale* della SGR nell'interesse esclusivo dei partecipanti al fondo che devono interpretarsi e inquadrarsi anche le Disposizioni di Vigilanza emanate da Banca d'Italia nell'ottobre 2009 in materia di «Poteri di direzione e coordinamento della capogruppo di un gruppo bancario nei confronti delle società di gestione appartenenti al gruppo», le quali, nel prescrivere, come vincolo generale all'esercizio della direzione unitaria dell'aggregazione bancaria, l'esigenza di un adeguato bilanciamento tra l'interesse del gruppo e «la capacità delle società di gestione di agire nell'esclusivo interesse degli investitori», chiamano la capogruppo bancaria, tra l'altro, a promuovere e verificare «l'applicazione presso le SGR controllate delle migliori pratiche di governo societario, avendo in particolare riguardo alla composizione degli organi, al livello di professionalità degli esponenti, al numero e al ruolo degli amministratori indipendenti, al bilanciamento tra amministratori esecutivi e non esecutivi», all'uopo tenendo conto «dei codici di autodisciplina eventualmente definiti dalle associazioni di categoria degli intermediari».

4. Dal quadro appena tratteggiato possono ricavarsi alcune implicazioni in ordine alla natura giuridica del Protocollo della Assogestioni.

4.1. Costituendo espressione di una funzione di orientamento che l'Associazione di categoria svolge nei confronti delle SGR, l'adozione delle disposizioni dettate dal Protocollo si presenta devoluta a una spontanea, quindi “facoltativa”, determinazione del singolo intermediario. Le Associate sono, tuttavia, tenute a dare informazioni all'Associazione, con apposita relazione redatta secondo lo schema approntato dalla stessa Assogestioni, in merito alle scelte compiute con riguardo al Protocollo, specificando se vi sia stata o meno adesione, l'ampiezza e le modalità della stessa, nonché le ragioni che hanno eventualmente consigliato di non seguire alcune delle raccomandazioni contenute nel Protocollo o, nel caso di mancata adozione, le ragioni alla base di tale decisione ⁽⁹⁾.

Al Consiglio Direttivo dell'Associazione, ai sensi dell'art. 6, commi 2 e 3, dello Statuto della Assogestioni, spetta il compito di individuare le forme di pubblicità cui sottoporre l'adozione del Protocollo da parte delle Associate e di *monitorare l'adempimento degli obblighi rivenienti dalla sua adozione* nonché quello, in caso di inosservanza, di irrogare una sanzione di censura e di darne pubblica notizia: un enunciato, questo, che, pur mantenendo fermo il carattere facoltativo della decisione se aderire o meno al Protocollo (e poi secondo quale ampiezza), provvede a segnalare l'esistenza di tracce di doverosità per la SGR

⁽⁹⁾ Gli obblighi di trasparenza relativi al Protocollo presentano, dunque, una latitudine accostabile a quella che contraddistingue il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana per le società quotate. Non pare plausibile, infatti, assegnare soverchio rilievo alla formulazione lessicale dell'art. 123-bis, comma 2, lett. a), TUF che impone alle società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati di dare informazioni, in apposita sezione della Relazione sul governo societario, in merito alla adesione a codici di comportamento «motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione *ad una o più* disposizioni» (senza menzione, dunque, dell'ipotesi di mancata adesione *a tutte* le disposizioni del codice, cioè di suo pieno rigetto): l'esigenza conoscitiva sottesa a tale enunciato normativo sussistendo per il mercato anche, e prima ancora, ove vi sia da parte dell'emittente rifiuto integrale di aderire alle disposizioni (di uno qualsiasi) di quei codici di comportamento.

con riguardo al fondamento di quella decisione ⁽¹⁰⁾ e alla sua corretta esecuzione ⁽¹¹⁾.

4.2. L'adesione alle pratiche di governo societario raccomandate dal Protocollo può assumere specifica rilevanza giuridica al fine di *riempire di contenuto le clausole generali che presiedono allo svolgimento del servizio di gestione collettiva* ⁽¹²⁾. E in vero, la spontanea elaborazione da parte della SGR di cautele dirette a isolare, rendere trasparenti e neutralizzare, secondo il paradigma del Protocollo, fattispecie di potenziale conflitto di interessi potrebbe esser apprezzata dalle Autorità di Vigilanza quale significativo elemento di verifica dell'adempimento dei doveri di comportamento statuiti dalla normativa di settore, e segnatamente interpretarsi quale misura del rispetto da parte della singola SGR dell'obbligo di agire secondo correttezza, trasparenza e diligenza ai sensi dell'art. 40, comma 1, lett. a), TUF nonché di identificare e gestire le situazioni di conflitto di interessi ai sensi del Regolamento Congiunto ⁽¹³⁾. L'allestimento di regole concernenti la composizione

⁽¹⁰⁾ Che dovrà, quindi, essere adeguatamente motivata dalla SGR, anche attraverso il richiamo a ragioni "oggettive" concernenti la struttura proprietaria (ad es., la sua estraneità a qualsiasi forma di eterodirezione, in forma solitaria o congiunta) o l'ordinamento di "provenienza" della capogruppo (ad es., ove si tratti di fondi "esteri" il cui funzionamento potrebbe obbedire a differenti presidi organizzativi).

⁽¹¹⁾ Del resto, è la stessa sequenza di incombenze delineate dallo Statuto Assogestioni in capo al Consiglio Direttivo (definire le forme di pubblicità della adozione del Protocollo, vigilare sull'adempimento degli impegni assunti con tale adozione e, «in caso di inadempimento», irrogare le corrispondenti sanzioni) a rimarcare quei profili di doverosità se solo si considera come essa ripercorra, quasi fedelmente, la scansione delle attribuzioni devolute alla Consob in materia di "Vigilanza sull'informazione relativa ai codici di comportamento" dalla iniziale versione dell'art. 124-ter TUF (norma, si ricorderà, introdotta dalla l. 262/2005 e dipoi modificata prima dal d.lgs. 303/2006 e successivamente dal d.lgs. 173/2008).

⁽¹²⁾ Sulla idoneità del materiale autodisciplinare a offrire *standards*, e quindi criteri di valutazione, del comportamento degli organi sociali sia consentito il rinvio a MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss., spec. 96 ss.

⁽¹³⁾ La integrale (o, comunque, sostanziale) adesione al Protocollo assumerebbe, in

dell'organo con funzione di supervisione strategica e i suoi assetti decisionali potrebbe, anzi, assurgere a criterio di analisi anche nell'ambito di un eventuale giudizio di responsabilità degli amministratori della SGR: ed è appena il caso di richiamare l'attenzione sul significato che la definizione di adeguate procedure interne e di idonei flussi documentali può rivestire ai fini della assunzione di scelte professionali, competenti e informate, e quindi dell'adempimento degli obblighi di diligenza e correttezza gravanti sull'organo gestorio, ove interpretati, ricostruiti e definiti nella dimensione della “*business judgment rule*”⁽¹⁴⁾.

Una consimile funzione di «concretizzazione» di norme precettive a contenuto “indeterminato” pare, inoltre, aggiudicabile al Protocollo non solo con riferimento ai doveri gestori della SGR ma anche nella prospettiva del gruppo (bancario) e allora con riguardo all'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte dell'entità di vertice: ciò nel senso che la scelta della SGR eterodiretta di far proprie le disposizioni del Protocollo, ove consegua a una specifica istruzione riveniente dalla capogruppo, ben può guadagnare precipua considerazione in sede di valutazione della condotta di quest'ultima e del rispetto dei limiti a essa imposti nell'esercizio del potere direttivo vuoi dalla disciplina di settore⁽¹⁵⁾, vuoi dal diritto comune delle società⁽¹⁶⁾.

particolare, valenza di «politica di gestione dei conflitti di interessi» la cui formulazione è appunto imposta, come già osservato, dall'art. 39, comma 1, del Regolamento Congiunto.

⁽¹⁴⁾ Regola la quale deve dirsi ormai vigente anche nel diritto riformato della s.p.a.: cfr., in ordine all'art. 2392 c.c., ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgement rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 675 ss.; e per eguale constatazione con riferimento alle innovazioni recate al § 93 Abs. I AktG germanico dal c.d. UMAG v. LUTTER, *Interessenkonflikte und Business Judgement Rule*, in *Festschrift für C.W.Canaris*, München, 2007, 245 ss.; HORN, *Unternehmerisches Ermessen und Vorstandshaftung nach § 93 AktG*, in *Festschrift für H.-P.Westermann*, Köln, 2008, 1053 ss.

⁽¹⁵⁾ E anzitutto dalle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia, cit. che sollecitano, come già osservato, la capogruppo a promuovere e verificare «l'applicazione presso le SGR controllate delle migliori pratiche di governo societario».

5. In ordine alle modalità di adozione del Protocollo, può rilevarsi come le SGR restino libere di innestare l'articolato nei documenti ritenuti più opportuni per garantirne l'efficacia. Così, mentre talune delle prescrizioni si addicono alle procedure interne, altre, a valenza più spiccatamente organizzativa (quali quelle relative al numero e alle attribuzioni degli amministratori indipendenti o alla istituzione di comitati specializzati da essi composti) potrebbero anche trovare ingresso nello statuto della società. Tale eventualità merita peraltro di esser ponderata con attenzione, poiché, una volta trascritta nel materiale statutario, la statuizione del Protocollo entrerebbe a far parte del complesso di norme costitutive dell'organizzazione societaria e ne condividerebbe inevitabilmente le rigidità. Si pensi, ad es., all'ipotesi in cui la previsione sul numero e i requisiti degli amministratori indipendenti fosse inserita nello statuto (così assurgendo, ai sensi dell'art. 2387, comma 1, c.c., a vera e propria causa di ineleggibilità e di decadenza) e uno di essi cessasse successivamente dalla carica: la necessità di individuare in tempi rapidi altro soggetto in possesso di quei requisiti potrebbe tradursi in un ostacolo alla rapida ricostituzione dell'organo amministrativo secondo il meccanismo della cooptazione previsto dall'art. 2386, comma 1, c.c.

In realtà, il Protocollo mostra di contenere sia disposizioni attinenti al governo societario della SGR (ad es., quelle relative alla nozione di indipendenza e al cumulo di cariche) sia regole procedimentali tendenti ad assicurare la correttezza sostanziale delle operazioni, e prima ancora delle convenzioni, poste in essere nella gestione del patri-

⁽¹⁶⁾ E, segnatamente, dai «principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale» richiamati nell'art. 2497 c.c.

monio in monte o del portafoglio individuale (ad es., quelle relative al parere degli amministratori indipendenti e alle strategie nell’esercizio del voto): per tale profilo coniugando aspetti propri vuoi del Codice di Autodisciplina per le società quotate vuoi del Regolamento Consob n. 17221/2010 in materia di operazioni con parti correlate. Potrebbe, allora, risultare preferibile per la SGR allestire una autonoma “procedura” per la gestione delle operazioni in potenziale conflitto di interessi, eventualmente scomponendola in una parte generale, recante l’enunciazione delle “Linee Guida” o dei “Principî Fondamentali” della procedura, e in una parte speciale, contenente la individuazione degli specifici passaggi procedurali implicati da quei Principî, le direzioni aziendali coinvolte, i flussi informativi tra le stesse, i responsabili della procedura.

Questa impostazione consentirebbe, tra l’altro:

(i) di allocare nella parte generale un insieme di definizioni funzionali a una agevole interpretazione e applicazione della procedura: si pensi, così, alla individuazione del concetto di “*rapporti di natura strategica*” menzionato (ma non meglio specificato) nell’art. 5.3 del Protocollo per identificare situazioni di conflitto di interessi connesse all’esercizio del diritto di voto inerente agli strumenti finanziari immessi nei patrimoni gestiti; alla precisazione del perimetro della locuzione “*soggetti legati alla Società*” rilevante ai fini della valutazione di indipendenza dell’amministratore in base all’art. 8.2, par. 4 del Protocollo – locuzione che potrebbe essere concretizzata dalla SGR anche mediante un rinvio alla nozione di “*Soggetti collegati*” tratteggiata dalla Banca d’Italia nel Documento di consultazione concernente “*Disposizioni in materia di attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati*” e comprensiva tanto

delle parti correlate all'entità che dei soggetti a queste "connessi" ai sensi del predetto Documento ⁽¹⁷⁾ –; e, soprattutto, alla possibilità per la SGR di anteporre al corpo di regole più propriamente applicative della procedura una definizione delle operazioni di "*importo esiguo*" e una puntualizzazione ed esemplificazione delle convenzioni che si reputano concluse "*a condizioni equivalenti a quelle di mercato o standard*": operazioni e convenzioni le quali si sottraggono alla applicazione dei paragrafi 11 e 12 dell'art. 8.2 del Protocollo, e quindi alla necessità di acquisire il preventivo parere degli amministratori indipendenti (cfr. il par. 13 del ridetto art. 8.2);

(ii) di dare adeguata trasparenza all'adozione del Protocollo, mediante pubblicizzazione delle Linee Guida (o dei Principi Fondamentali) sul sito Internet della SGR (in apposita pagina web dedicata alla *governance* dei fondi), secondo il precedente offerto dalle procedure adottate dalle società quotate in materia di operazioni con parti correlate (e in ossequio, allora, alla raccomandazione di cui all'art. 3.4 del Protocollo secondo cui «la Società fornisce agli investitori ovvero ai clienti al dettaglio o ai potenziali clienti al dettaglio informazioni, anche in forma sintetica, sul Protocollo adottato, dando successiva comunicazione delle modifiche allo stesso eventualmente apportate»).

Deve infine segnalarsi che, per taluni aspetti della procedura, è lo stesso Protocollo a operare una selezione in ordine all'esigenza di trasparenza. Ciò è a dirsi in particolar modo per i pareri resi dagli amministratori indipendenti i quali, ai sensi dell'art. 8.12 del Protocollo, non devono in sé esser resi conoscibili al pubblico degli investitori, ma che, ove siano orientati in senso contrario alla stipulazione di convenzioni

⁽¹⁷⁾ Nel testo si farà riferimento alla seconda versione del Documento di consultazione, divulgata da Banca d'Italia nel giugno 2011.

con parti correlate, provocano l’obbligo di dare «trasparenza agli investitori/clienti – con cadenza almeno annuale e nella forma previamente stabilita dall’organo con funzione di supervisione strategica – degli elementi essenziali delle convenzioni stipulate nonostante l’avviso contrario dei consiglieri indipendenti e dell’organo con funzione di controllo, avendo particolare riguardo alla natura della controparte, all’oggetto e al corrispettivo».

6. Sulla scia di quanto suggerito dal Gruppo di Lavoro sui fondi comuni di investimento, il Protocollo raccomanda alle SGR la presenza nell’organo con funzione di supervisione strategica di un numero “*significativo*” (e non più semplicemente “sufficiente”, come era a dirsi in forza della previgente versione del Protocollo) di amministratori indipendenti, avuto riguardo «alle dimensioni dell’organo e all’operatività della Società»: il che equivale a suggerire un ragionevole equilibrio tra la porzione di amministratori indipendenti e quella di amministratori non indipendenti all’interno del Consiglio e a richiedere altresì implicitamente che il rilievo quantitativo degli amministratori indipendenti aumenti al crescere del numero di componenti del Consiglio di Amministrazione e della complessità operativa della Società.

Pur trattandosi di predicato a “geometria variabile”, e quindi insuscettibile di una definitiva cristallizzazione numerica, il requisito della significatività della presenza degli indipendenti sembrerebbe escludere, per un verso, la necessità che essi siano in ogni caso in maggioranza all’interno dell’organo amministrativo ma, per altro verso, anche la possibilità di reputare conforme a quel requisito la previsione di un solo amministratore indipendente, in ragione della esigenza sollecitata dallo stesso Protocollo che, ove siano stati istituiti (come è buona prassi

accada) comitati specializzati (ad es., di controllo interno, di *compliance*, di remunerazione), questi risultino composti a maggioranza da consiglieri indipendenti (allora, necessariamente presenti in numero non inferiore a due) ⁽¹⁸⁾.

Peraltro, la determinazione del numero di amministratori indipendenti resta rimessa, nel caso della SGR eterodiretta, alla valutazione della capogruppo la quale, ove si tratti di entità soggetta alla disciplina di un ordinamento straniero, specie se extra UE, dovrebbe usufruire di un certo margine di discrezionalità nella definizione dell'assetto dell'organo con funzione di supervisione strategica, al fine di evitare costose "sovrapposizioni" (e potenziali confusioni) tra i presidî organizzativi imposti dall'ordinamento di "provenienza" della stessa capogruppo e quelli prescritti (o raccomandati) in Italia per la SGR controllata. Ciò, beninteso, ferma restando la necessità che la SGR "estera" informi la Assogestioni (e il pubblico degli investitori) in ordine alle ragioni che hanno reso opportuna una "limitata" adesione alle raccomandazioni del Protocollo in punto di composizione dell'organo con funzione di supervisione strategica, in ossequio alla massima "*complain or explain*" che anima l'intera filosofia del Protocollo (e più in generale, deve aggiungersi, ogni codice di autodisciplina).

⁽¹⁸⁾ Il Documento di consultazione della Banca d'Italia sulle attività in conflitto di interessi delle banche e dei gruppi bancari prevede che, «ove non sia presente un sufficiente numero di amministratori in possesso dei necessari requisiti [di indipendenza], i compiti sono svolti singolarmente dall'unico amministratore indipendente o congiuntamente nel caso in cui ve ne siano due»: statuizione, questa, che appare confermare già su un piano generale come la presenza di un solo consigliere indipendente, non dimostrandosi "sufficiente" alla costituzione del comitato incaricato dello svolgimento dei compiti assegnati agli amministratori indipendenti, ancor meno potrebbe dirsi "significativa" ai fini di tale svolgimento.

6.1. Mutuando soluzioni già altrove praticate ⁽¹⁹⁾, il Protocollo propone una nozione di “indipendenza” centrata su un concetto giuridico “indeterminato” (costituito dalla inesistenza di relazioni con la SGR, o soggetti a questa collegati, che siano idonee a compromettere la autonomia di giudizio dell’amministratore) e su una serie “esemplificativa”, e perciò non esaustiva, di indici sintomatici di assenza di indipendenza (v. i parr. 4 e 5 dell’art. 8.2 del Protocollo). Alcune rapide notazioni su quest’ultimo profilo:

(i) l’assunzione da parte dello stesso soggetto della carica di amministratore nella SGR e nella sua controllante (o in altra società del gruppo) non pregiudica di per sé la scelta di riconoscere carattere di “indipendenza” all’amministratore, nell’assunto, ovviamente, che egli non sia titolare di incarichi esecutivi in quelle società ⁽²⁰⁾: in questo senso depone il par. 5, lett. d), dell’art. 8.2 del Protocollo secondo cui l’indipendenza può risultare compromessa se il candidato «è o è stato nei precedenti tre esercizi componente (non indipendente) dell’organo con funzione di supervisione strategica o di una società o ente del gruppo», poiché l’inciso tra parentesi rivela che la mera compresenza del soggetto nell’organo amministrativo della SGR e di altra società del gruppo non è, in quanto tale, circostanza preclusiva della qualificazione di indipendenza; del resto, il cumulo potrebbe risultare addirittura “auspicabile” nella prospettiva della acquisizione e della disponibilità da

⁽¹⁹⁾ V., anche per un quadro comparatistico, REGOLI, *Gli amministratori indipendenti nei codici di autodisciplina europei*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2007, 134 ss.; nonché PRESTI-MACABRUNI, *Gli amministratori indipendenti: mito e realtà nelle esperienze anglosassoni*, in *AGE*, 1/2003, 97 ss.

⁽²⁰⁾ Per questa interpretazione della norma generale contenuta nell’art. 148, comma 3, TUF, cui rinvia l’art. 147-ter in materia di composizione del Consiglio di Amministrazione di società quotate, si v. la Comunicazione Consob n. DEM/10046789 del 20 maggio 2010.

parte dell'amministratore indipendente di informazioni complete sulla politica di gruppo ⁽²¹⁾;

(ii) del pari, non sembrerebbe impedire una siffatta qualificazione l'assunzione di un ruolo organizzativamente "forte" quale quello di Presidente del Consiglio di Amministrazione (o del Consiglio di Sorveglianza o del Consiglio di Gestione) della SGR, almeno ove a tale carica non si accompagnino poteri di rappresentanza né deleghe di sorta: e in vero tale ipotesi, mentre da un lato non si manifesta riconducibile ad alcuna delle figure sintomatiche di carenza di indipendenza menzionate nel predetto art. 8.2, par. 5, del Protocollo, appare d'altro lato propedeutica e strumentale – in ragione dei compiti che l'art. 2381, comma 1, c.c. attribuisce al Presidente dell'organo amministrativo – al ruolo propositivo e di stimolo che il Protocollo riserva agli amministratori indipendenti (sicché il Presidente assumerebbe, nell'esempio appena formulato, la veste di un vero e proprio *lead independent director*);

(iii) più delicato è l'aspetto, connesso a quello appena menzionato, della eventualità che all'amministratore, e proprio in ragione della particolare carica rivestita (di Presidente del Consiglio di Amministrazione, nell'esempio appena prospettato), sia riconosciuta, ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c. una remunerazione ulteriore rispetto all'emolumento fisso attribuito agli altri consiglieri: in tal caso dovendosi attentamente valutare, in forza del par. 5, lett. f), dell'art. 8.2, se tale compenso aggiuntivo si presenti "*significativo*", cioè elevato, in rapporto sia al volume complessivo di redditi dell'amministratore sia

⁽²¹⁾ TOMBARI, *Verso uno «statuto speciale» degli amministratori indipendenti (Prime considerazioni sul d.lgs. n. 303/2006 e sulle modifiche al Regolamento Consob in materia di emittenti)*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2007, 59.

alla remunerazione erogata dalla SGR ai propri amministratori esecutivi;

(iv) la verifica, iniziale e periodica, sulla sussistenza del requisito dell'indipendenza spetta all'organo con funzione di supervisione strategica che vi attenderà privilegiando la sostanza sulla forma delle relazioni intrattenute dall'amministratore con la SGR o con società del gruppo di appartenenza di quest'ultima, e attingendo alle informazioni ricevute dallo stesso consigliere (in particolar modo alla dichiarazione prevista dall'art. 8.2, par. 6, del Protocollo) nonché ad altre informazioni pubblicamente disponibili: senza, dunque, che quell'organo debba, e prima ancora possa, attivarsi autonomamente per indagare e ricercare elementi o fattori potenzialmente idonei a inquinare l'autonomia di giudizio dell'amministratore;

(v) nel procedere alla suddetta verifica e considerando la natura non tassativa del “catalogo” di fattispecie sintomatiche considerate dall'art. 8 del Protocollo, l'organo con funzione di supervisione strategica potrà, in particolar modo, considerare sussistente il rischio di perdita della libertà di giudizio anche in situazioni non ricomprese in quel “catalogo” ⁽²²⁾ o, per converso, reputare inesistente quel pericolo anche in presenza di uno degli indici sintomatici di assenza di indipendenza menzionati nel Protocollo, purché la delibera sia adeguatamente motivata e rechi puntuale indicazione delle circostanze e degli elementi di fatto che, nel caso concreto, hanno indotto il Consiglio di Amministrazione a ritenere comunque sussistente l'indipendenza.

⁽²²⁾ Si pensi alla condizione di chi sia stato amministratore indipendente della SGR per più di nove anni negli ultimi dodici: situazione formalmente non riconducibile nell'alveo dell'art. 8.2, par. 5 (e segnatamente della sua lett. g), ma, in principio, idonea a fondare una consuetudine di rapporti con il *management* della società tale da inquinare la libertà di giudizio di quell'amministratore.

6.2. Le attribuzioni dei consiglieri indipendenti ruotano intorno al riconoscimento agli stessi di una *funzione prevalentemente consultiva e istruttoria*. Ad essi spetta, infatti, essenzialmente il compito di: (i) elaborare proposte per la identificazione delle situazioni di conflitto e la definizione delle misure organizzative idonee alla loro gestione; (ii) esprimere un parere sulle misure, cioè sulle “procedure”, predisposte dall’organo con funzione di supervisione strategica ai fini di quella gestione e infine (iii) rilasciare un parere nelle materie loro assegnate dal Protocollo, e cioè in punto di definizione dei criteri generali concernenti le operazioni di investimento dei patrimoni gestiti (art. 9.1), la scelta delle controparti contrattuali (art. 9.2) e la remunerazione dei componenti dell’organo con funzione di gestione, del direttore generale, dei dirigenti con deleghe operative e dei gestori (art. 9.4).

A differenza della soluzione prescelta dal Regolamento Consob n. 17221/2010 per le operazioni “rilevanti” di società quotate con proprie parti correlate – ma in linea con l’orientamento di fondo espresso dalla Banca d’Italia nel Documento di consultazione sui conflitti di interessi delle banche nei confronti di soggetti collegati ⁽²³⁾, i pareri dei consiglieri indipendenti «non hanno carattere vincolante» ma obbligano l’organo con funzione di supervisione strategica a motivare puntualmente le ragioni della decisione contraria eventualmente presa. Nulla esclude, peraltro, che l’organo con funzione di supervisione strategica della SGR decida, in sede di formulazione della procedura, di rafforzare

⁽²³⁾ Cfr. il par. 3.2 della Sez. III del predetto Documento, il quale peraltro delinea una eccezione nell’ipotesi del parere rilasciato dagli indipendenti (e dall’organo con funzione di controllo) «sulla complessiva idoneità delle procedure a conseguire gli obiettivi della presente disciplina» (parere che assume carattere vincolante «ai fini della delibera dell’organo con funzione di supervisione strategica»: v. il par. 2.2. della medesima Sez. III).

il valore giuridico del parere degli indipendenti e di compiere l'operazione (specie se “rilevante”) solo in presenza di un orientamento favorevole del comitato di indipendenti, così attribuendo a quest'ultimo un ruolo sostanzialmente “co-decisorio” (24).

Ove l'intervento dei consiglieri indipendenti concerna la stipulazione di convenzioni con parti correlate aventi a oggetto la prestazione di servizi funzionali alla gestione dei patrimoni, il Protocollo stabilisce che, in presenza di un parere negativo o condizionato degli indipendenti, la Società acquisisca anche un parere preventivo dell'organo con funzione di controllo, dando quindi informativa agli investitori/clienti in ordine agli elementi essenziali delle convenzioni stipulate nonostante l'avviso contrario dei consiglieri indipendenti e dell'organo con funzioni di controllo (25). Al riguardo, l'obbligo di dare adeguata trasparenza in merito al contenuto di tali convenzioni sembra sussistere solo *nell'ipotesi in cui l'organo di controllo abbia condiviso la statuizione negativa espressa dai consiglieri indipendenti*: ciò in quanto, a ritenere che quella esigenza sussista già in forza del parere negativo degli indipendenti, non si comprenderebbe per quale ragione sia poi prescritto il

(24) Non mette ovviamente conto, in questa sede, ragionare sulla esatta collocazione dogmatica, nel campo della teoria degli atti amministrativi, della figura del parere “vincolante” e in particolar modo sulla possibilità di continuare a classificare come parere un atto preparatorio che finisca con il predeterminare il contenuto del provvedimento alla cui produzione il parere si presenta diretto (sul punto, e in senso affermativo, v. per tutti VIRGA, *Diritto amministrativo*⁶, vol. 2, Milano, 2001, 29, nt. 55). La rilevanza della questione potrebbe peraltro attenuarsi ove si accogliesse la proposta ermeneutica volta a porre l'accento non sul lato *negativo* della categoria del parere (cioè l'assenza di contenuto decisorio finale) bensì sul suo versante *positivo*, cioè sull'apporto che esso reca alla adozione dell'atto conclusivo sul quale il parere è stato richiesto, e quindi ne evidenzia la portata di elemento della stessa «funzione decidente»: cfr. F.TRIMARCHI, voce «Parere», in *Enc. Giur. Treccani*, XXV, Roma, 1991, 3.

(25) Nonostante il silenzio conservato sul punto dal Protocollo, risulta evidente che, in presenza di un parere con rilievi (o condizionato) degli indipendenti, il vincolo ad attivare il filtro preventivo dell'organo di controllo sorgerebbe in capo all'organo con funzione di supervisione strategica unicamente ove quest'ultimo non intendesse condividere quei rilievi.

ricorso al parere dell'organo di controllo la cui funzione risiede, allora, proprio nel consentire il "superamento" del giudizio negativo espresso dagli indipendenti e nella neutralizzazione della istanza informativa inizialmente sollecitata da quel giudizio.

Piuttosto ci si potrebbe interrogare sul rapporto instaurabile tra la valutazione del contenuto della convenzione riconducibile agli indipendenti e quella effettuata dall'organo con funzione di controllo. Il parere rilasciato dai primi su operazioni potenzialmente conflittuali non implica, infatti, il venir meno del potere/dovere dei secondi di pronunciarsi sul rispetto dei principî di corretta amministrazione della società e sulla osservanza della legge e dell'atto costitutivo da parte degli amministratori (di *tutti* gli amministratori, dunque anche di quelli indipendenti). E sembra difficile sottrarsi alla sensazione per cui, nonostante il diverso piano di incidenza e di rilevanza giuridica sul quale si muovono, rispettivamente, gli amministratori indipendenti e i sindaci, in entrambi i casi il controllo debba vertere sulla convenienza economica della singola operazione o del singolo servizio prestato dall'intermediario di gruppo, e sulla esigenza di salvaguardare «condizioni di equilibrio reddituale della Società» (v. art. 9.2, par. 2, del Protocollo): come del resto attesta l'eventualità che, in ipotesi di adozione da parte della SGR del modello dualistico di amministrazione e controllo, il parere sia rilasciato da consiglieri di sorveglianza indipendenti e, ove risulti negativo, da quello stesso organo di controllo (appunto, il Consiglio di Sorveglianza) del quale i primi fanno parte.

6.3. In ordine alle forme di organizzazione del lavoro degli indipendenti, il Protocollo prevede, nel par. 10 dell'art. 8.2, che i pareri siano resi da un «comitato interno all'organo con funzione di supervisione

strategica, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da consiglieri indipendenti o, per le società che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, da consiglieri di gestione o consiglieri di sorveglianza indipendenti», consentendo comunque che il parere sia rilasciato al di fuori di un comitato «qualora non siano in carica almeno tre consiglieri indipendenti». Di là da questa ipotesi, pertanto, non appare in linea con il Protocollo l'eventualità che gli amministratori indipendenti manifestino il loro avviso *direttamente all'interno del Consiglio di Amministrazione* e nel corso del dibattito concernente l'operazione potenzialmente conflittuale: ciò, appunto, in quanto verrebbe a mancare la possibilità di identificare un “parere” in senso tecnico-giuridico, cioè un atto conclusivo di un endoprocedimento collegiale riconducibile ai soli amministratori indipendenti ⁽²⁶⁾, e quindi anche una sua adeguata formalizzazione e documentazione ⁽²⁷⁾. Tale esito, peraltro, non esclude che la SGR, fermo il rispetto del principio “*comply or explain*”, adotti cautele alternative “equivalenti”: come è a dirsi, ad es., nell'ipotesi in cui si attribuisca al voto della maggioranza degli indipendenti, secondo quanto già osservato, un rilievo condizionante la formazione della deliberazione consiliare ⁽²⁸⁾.

⁽²⁶⁾ Sulla caratterizzazione dei “pareri” come, di regola, «atti consultivi» emessi «da organi aventi composizione collegiale, in omaggio al principio che consigliare è dei più, mentre l'agire è dei pochi» cfr. ancora VIRGA, *Diritto amministrativo*, cit., 28. Sulla qualificazione dei comitati interni all'organo amministrativo di s.p.a. in termini di «articolazioni che funzionano sempre con metodo collegiale» v. STELLA RICHTER jr, *I comitati interni all'organo amministrativo*, in *Riv. soc.*, 2007, 260 s.

⁽²⁷⁾ Per la rilevanza di tale profilo, esigendo allora che i pareri richiesti agli amministratori indipendenti siano «motivati, formalizzati e supportati da idonea documentazione a corredo delle verifiche e delle osservazioni formulate», v. il Documento di consultazione Banca d'Italia, Sez. III, par. 1.

⁽²⁸⁾ Sulla possibilità di riservare, in sede di approvazione delle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, un ruolo determinante agli indipendenti attraverso la previsione di *quorum* rafforzati o di doppie maggioranze all'interno dell'organo amministrativo (ma privilegiando comunque la soluzione del “comitato”, perché maggiormente coerente con l'esigenza di «libertà di espressione da parte degli indipendenti, potendosi

Il Protocollo si limita a richiedere che il comitato investito del compito di rendere parere sia costituito esclusivamente da amministratori indipendenti, senza ulteriormente qualificare la posizione di questi ultimi e, in particolar modo, senza prescrivere che siano soggetti “non correlati” alla controparte dell’operazione o della convenzione ⁽²⁹⁾. Tale soluzione si giustifica, probabilmente, con la natura “organizzativa” dell’oggetto del parere degli indipendenti, il quale verte, di regola, non su una specifica operazione ma, in via preventiva e allora necessariamente “astratta”, sulla individuazione delle misure e delle procedure per la gestione dei conflitti di interessi e sui criteri, appunto *generali*, cui dovranno uniformarsi le scelte concernenti il compimento di atti in potenziale conflitto. E tuttavia non sembra da escludersi l’eventualità che, sin dal momento della definizione di quei criteri, risulti ragionevolmente attendibile la conclusione di operazioni (o la stipulazione di convenzioni) con parti correlate (e, segnatamente, con altre società del gruppo): una eventualità, allora, che rende opportuno integrare i requisiti di composizione del predetto comitato ammettendo a farne parte unicamente amministratori che, oltre a essere indipendenti nella loro libertà di giudizio, non versino rispetto alla controparte dell’operazione in alcuno dei rapporti o delle situazioni di cui all’art. 1.1, lett. n), del Protocollo.

6.4. Vi è infine da sottolineare come, dipendendo la possibilità per gli amministratori indipendenti di assolvere in modo efficace l’azione di

essi riunire da soli nell’ambito del comitato»), v. il par. 16.1 della Comunicazione Consob del 24 settembre 2010 recante “*Indicazioni e orientamenti per l’applicazione del regolamento sulle operazioni con parti correlate*”.

⁽²⁹⁾ In ciò collocandosi sulla medesima linea del Documento di consultazione Banca d’Italia (e v. ancora il par. 1 della Sez. III) e discostandosi dall’approccio del Regolamento Consob n. 17221/2010 (v. gli artt. 7 e 8).

monitoraggio loro affidata dal Protocollo dalla disponibilità di canali informativi ulteriori rispetto a quelli accessibili agli altri componenti del consiglio di amministrazione, l’art. 8.2, par. 11 preveda che al comitato di consiglieri indipendenti (o, qualora non vi siano almeno tre consiglieri indipendenti, ai consiglieri in carica), siano «tempestivamente fornite le informazioni necessarie per esprimere il parere»: a tale riguardo, risultando allora plausibile ipotizzare l’inserimento nella procedura (e prima ancora, in vero, nello stesso Protocollo) di una previsione che istituisca un collegamento diretto, e quindi un flusso informativo “privilegiato”, tra gli amministratori indipendenti e il responsabile della funzione di controllo interno, allo scopo di fornire ai primi i dati e gli elementi necessari a elaborare il parere, come pure a predisporre proposte da sottoporre al vaglio dell’organo con funzione di supervisione strategica della SGR in ordine a una migliore gestione delle situazioni di conflitto rilevate.

7. La disposizione dell’art. 8.3 del Protocollo tende a circoscrivere il fenomeno delle *interlocking directorships*, collocandosi, per tale rispetto, sul versante delle misure attraverso le quali la SGR è indotta a salvaguardare la propria autonomia decisionale da logiche di gruppo e a prevenire, al tempo stesso, scambi di informazioni rilevanti con altre entità collegate. In questa prospettiva, il Protocollo conserva e accresce l’incisività di tali misure vuoi, “a monte”, con riguardo a società del gruppo che svolgano attività di distribuzione di quote o azioni degli OICR della società o prestino servizi (o erogino finanziamenti) in favore dei patrimoni gestiti, vuoi, e questa volta “a valle”, con riferimento agli emittenti i cui titoli siano presenti nei patrimoni gestiti. L’art. 8.3, par. 2, del Protocollo formula, peraltro, una deroga all’applicazione

del limite al cumulo di cariche per le società i cui OICR siano oggetto di investimento da parte dei patrimoni in gestione, nonché per le società non quotate i cui titoli siano acquistati nell'ambito dell'attività di gestione di fondi di “*private equity*” o di fondi immobiliari eventualmente svolta dalla società: deroga, questa, che trova la propria giustificazione nel presupposto (e quindi a condizione) che la presenza dello stesso soggetto, ad es., nell'organo con funzione di supervisione strategica della SGR e dell'emittente costituisca adeguata modalità di monitoraggio dell'investimento effettuato dalla società (e il cumulo si riveli, pertanto, uno strumento efficiente di controllo in ordine alla correttezza delle scelte gestorie concernenti quell'investimento).

Vi è poi da chiedersi se, anche di là dalla deroga appena menzionata, non si aprano comunque spazi per un “adattamento” della regola sul cumulo di cariche alla dimensione del gruppo. Ciò sotto due distinti profili.

Da un lato, deve sottolinearsi come, malgrado la previsione dell'art. 8.3, par. 1, lett. *a*), del Protocollo si riferisca a (e sembri a prima vista colpire) indistintamente il cumulo tra la posizione di “componente” dell'organo con funzione di supervisione strategica o dell'organo con funzione di gestione nella SGR e l'identica posizione assunta in altra società del gruppo, risulti ragionevole, al fine di evitare che la regola di incompatibilità si dimostri in concreto inattuabile, circoscriverne la portata operativa al caso in cui si tratti di soggetti titolari, sul piano formale o anche di fatto, di “deleghe operative” all'interno di una delle società interessate dal cumulo ⁽³⁰⁾: onde, pertanto, la piena coe-

⁽³⁰⁾ Il riferimento alle deleghe operative deve intendersi, per la SGR, nel senso discusso dalla definizione offerta dall'art. 1, lett. *l*, del Protocollo, cioè come insieme di «funzioni che pongano il titolare in condizione di influire sulle concrete scelte di gestione del patrimonio o dei patrimoni e comunque sull'operatività ordinaria della Socie-

renza con il precetto autodisciplinare della assunzione di cariche non esecutive nella SGR e nella capogruppo o in società “sorella” e quindi anche, eventualmente, della assunzione della posizione di componente del comitato esecutivo in una di tali società (ove, in coerenza con quanto suggerito dal criterio applicativo 2.C.1 del Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana e in ragione del concreto assetto organizzativo della Società, non vi sia un sistematico coinvolgimento dei componenti di tale comitato nella gestione corrente di quest’ultima).

Nella direzione appena tracciata depone, del resto, sia quanto osservato in precedenza sulla figura dell’amministratore indipendente “di gruppo” ⁽³¹⁾, sia, e soprattutto, quanto previsto dal Rapporto del Gruppo di Lavoro sui fondi comuni di investimento, ove il riferimento al regime di incompatibilità tra gli amministratori della SGR e gli esponenti del gruppo si sostanzia nell’enunciato secondo cui «coloro che hanno *cariche operative* in società del gruppo non dovrebbero essere amministratori o direttori generali nelle SGR e viceversa» (corsivo nostro).

D’altro lato, e nell’ipotesi in cui il cumulo investa un esponente provvisto di deleghe in altra entità del gruppo della SGR, dovrebbe reputarsi presidio organizzativo “equivalente” alla comminatoria di una incompatibilità “secca” (e fermo, sempre, il rispetto del canone del “*comply or explain*”) la previsione nella procedura di un divieto per l’esponente di partecipare alle deliberazioni dell’organo con funzione di gestione o di supervisione strategica concernenti attività direttamente o indirettamente “coperte” da quelle deleghe ⁽³²⁾. Gli è, infatti, che il re-

tà, tenuto conto dei livelli decisionali concretamente previsti nelle procedure interne adottate dalla Società».

⁽³¹⁾ Ossia la circostanza per cui la presenza nell’organo con funzione di supervisione strategica della controllante e della SGR controllata non pregiudica di per sé la possibilità di riconoscere all’amministratore carattere di indipendenza: e v. *supra*, par. 6.1(i).

⁽³²⁾ E ciò anche a prescindere dalla possibilità di ricavare un tale divieto già dalla di-

gime di incompatibilità tra cariche si volge a prevenire il rischio di un “inquinamento” della volontà dell’organo amministrativo della SGR e di una sua deviazione dal fine istituzionale del perseguimento dell’interesse dei partecipanti ai fondi gestiti: coerente appare, allora, prescindere da quel regime ove il rischio segnalato non sussista o sia altrimenti neutralizzato (³³).

8. Al momento propriamente “gestorio” dell’attività della SGR appartiene anche l’esercizio dei diritti amministrativi attribuiti dagli strumenti finanziari nei quali risulta investito il patrimonio del fondo: un profilo, questo, che riveste, anzi, importanza centrale nel quadro dei doveri di comportamento imposti alla SGR dall’art. 40, comma 2, TUF e dall’art. 32 del Regolamento Congiunto (³⁴). Logico appare, dunque, che il Protocollo riservi a tale momento specifica attenzione con una serie di raccomandazioni racchiuse nell’art. 9.3. Volendo formulare, sul punto, talune sintetiche osservazioni, si può sottolineare almeno quanto segue:

(i) il Protocollo richiama, anzitutto, quanto stabilito dall’art. 32 del Regolamento Congiunto in ordine alla adozione da parte della SGR di una “*strategia per l’esercizio dei diritti inerenti agli strumenti*

disciplina “comune” della s.p.a. contenuta nell’art. 2391 c.c.: sul punto v. GUIZZI, in *Società di capitali. Commentario* a cura di Niccolini e Stagno d’Alcontres, II (artt. 2380-2448), Napoli, 2004, *sub* art. 2391, 652 ss.; e SAMBUCCI, *Gli interessi degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, 755 ss.

(³³) Si potrebbe, anzi, alimentare il tasso di “elasticità” della soluzione indicata nel testo contemplando il potere dell’organo amministrativo della SGR di apprezzare di volta in volta, in ragione delle caratteristiche della materia all’ordine del giorno, se ammettere alla discussione e al voto l’esponente interessato dal cumulo, anche ai fini di una sua compiuta responsabilizzazione (e si v., per uno spunto in questa direzione, il Commento all’art. 9 del Codice di Autodisciplina per le società quotate).

(³⁴) Cfr. STELLA RICHTER *jr*, *L’esercizio del voto con gli strumenti finanziari gestiti*, in *I contratti del mercato finanziario*² a cura di Gabrielli e Lener, I, Torino, 2010, 791 ss.

finanziari degli OICR gestiti”, al fine di assicurare che tali diritti siano esercitati, appunto, nell’interesse esclusivo dei partecipanti al fondo. Al proposito, mette conto rilevare come, se non può costruirsi in capo alla SGR un obbligo di sistematico esercizio dei diritti di intervento e di voto attribuiti dalle azioni immesse nei patrimoni gestiti, anche in forza del dato lessicale dell’art. 32⁽³⁵⁾, neppure sembra che possa qualificarsi coerente con l’assetto normativo, e in particolar modo con il dovere di curare in via esclusiva l’interesse dei sottoscrittori del fondo (specie dinanzi a quote significative di partecipazione in rapporto alle dimensioni del fondo), l’assunzione generalizzata da parte della SGR di un atteggiamento “passivo” nei confronti del voto e, più latamente, del governo degli emittenti i cui titoli risultino presenti nei patrimoni amministrati (ben potendo evocarsi, questa volta, il dato letterale dell’art. 40, comma 2, TUF secondo cui la SGR “*provvede*” all’esercizio dei predetti diritti): e in questo senso si muove, del resto, l’esperienza autodisciplinare degli ordinamenti più evoluti⁽³⁶⁾;

⁽³⁵⁾ Tale disposizione, infatti, per un verso richiede alla SGR di approntare una strategia di voto solo «ove richiesto dalle caratteristiche del servizio di gestione prestato» e, per altro verso, prescrive che siffatta strategia definisca le misure e procedure per «valutare le modalità e i tempi per l’*eventuale* esercizio dei diritti di intervento e di voto, sulla base di un’analisi dei costi-benefici che consideri anche gli obiettivi e la politica di investimento dell’OICR» (corsivo nostro); e si v. anche il par. 2.3 del *Libro verde* della Commissione Europea del 5 aprile 2011, ove l’esplicito riconoscimento che «non tutti gli investitori debbano impegnarsi attivamente nelle società in cui hanno investito».

⁽³⁶⁾ Cfr., in particolare, lo *UK Stewardship Code* elaborato dal *Financial Reporting Council* nel luglio 2010 che, muovendo dal presupposto della esistenza di un nesso tra governo societario dell’emittente e processo di investimento dell’intermediario finanziario, individua talune regole di comportamento per quest’ultimo specificamente volte a promuoverne la vigilanza sulle società oggetto di investimento (cfr. il *Principle 1* a mente del quale «*Institutional Investors should monitor their investee companies*») o a intensificarne l’attivismo, in presenza di determinate circostanze individuate dallo stesso investitore istituzionale, al fine di proteggere e incrementare il valore delle masse gestite (cfr. il *Principle 2* secondo cui «*Institutional Investors should establish clear guidelines on when and how they will escalate their activities as a method of protecting and enhancing shareholder value*»); si v. pure i “*Principles for the exercise of ownership rights*” contenuti nel *Code for External Governance* predisposto dalla EFAMA

(ii) l'adozione di una strategia di voto, proprio in ragione della sua potenziale rilevanza ai fini della valutazione circa l'esatto adempimento dell'obbligazione gestoria gravante sulla SGR ai sensi dell'art. 40 TUF, dovrà esser preliminarmente vagliata nel suo impianto complessivo e nei suoi principi fondanti dagli amministratori indipendenti, esser quindi adeguatamente motivata e documentata e resa accessibile, anche in forma sintetica, ai partecipanti (cfr. i parr. 5, 6 e 7 dell'art. 9.3 del Protocollo);

(iii) il Protocollo tiene fermo il divieto per la SGR di delegare l'esercizio del voto a società del gruppo o a loro esponenti (a meno che si tratti di altra SGR) come pure il potere di conferire, per contro, quella delega a entità (o a esponenti di entità) non appartenenti al gruppo della SGR. Mette conto rilevare al riguardo: (x) che il divieto di conferimento di deleghe "in bianco" contenuto nella previgente versione del Protocollo è stato "traslato" nel punto 2 della *Linea Guida n. 2.2.3 della Strategia per l'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari degli OICR gestiti* elaborata dalla Assogestioni nell'agosto del 2008, a mente della quale «in ogni caso al soggetto delegato dovranno essere impartite esplicite istruzioni per l'esercizio del voto, in conformità con l'interesse dei partecipanti agli OICR»; (y) che si è fissato altresì il principio in forza del quale «in ogni caso la Società cura che l'esercizio del diritto di voto da parte del soggetto delegato si realizzi in conformità con l'interesse dei partecipanti agli OICR o dei suoi clienti» (così l'ultimo periodo di cui al par. 4 dell'art. 9.3 del Protocollo): ciò che sembrerebbe potersi interpretare anche nel senso di consentire all'organo con funzione di supervisione strategica della SGR di avva-

nell'aprile 2011 (la cui sequenza ricalca fedelmente il modello offerto dallo *UK Stewardship Code*).

lersi di società di consulenza specializzate nel prestare servizi concernenti l’assunzione delle decisioni di voto sulle materie all’ordine del giorno delle assemblee delle società partecipate ⁽³⁷⁾; (z) che vi è comunque l’obbligo per l’organo con funzione di supervisione strategica della SGR di allestire idonea giustificazione per tale utilizzo, eventualmente predeterminando criteri generali alla stregua dei quali stabilire se e quando fare ricorso al meccanismo della delega;

(iv) il punto 3 della *Linea Guida* n. 2.2.1 della *Strategia Assogestioni* riafferma il divieto per le SGR (inizialmente contenuto nell’art. 8, comma 1, dell’abrogato codice deontologico della Associazione, mentre il Protocollo nulla dispone in merito) di «vincolarsi a sindacati di voto o di blocco»: disposizione, questa, che parrebbe meritevole di riconsiderazione alla luce del ruolo “ritagliato” dal TUF per gli investitori istituzionali in ordine al controllo sulla gestione delle società quotate ⁽³⁸⁾ e altresì delle indicazioni rivenienti, ancora una volta, dal versante comparatistico ⁽³⁹⁾; ciò anche considerando come l’esigenza per le

⁽³⁷⁾ Si v., nuovamente, il Principio n. 1 dello *UK Stewardship Code* (e, sulla sua scia, il Principio n. 1 dell’*EFAMA Code for External Governance*) per il riferimento all’esigenza di dare trasparenza, tra l’altro, all’uso che l’investitore istituzionale abbia eventualmente fatto del meccanismo del “*proxy voting*” o di altro “*voting advisory service*”; nonché il riferimento alla figura del “*proxy agent*” contenuto nella *Linea Guida* n. 2.2.3 della *Strategia Assogestioni*. E si cfr. anche il par. 2.5 del *Libro Verde* della Commissione Europea sull’esigenza che la stessa attività dei “Consulenti in materia di voto” sia retta, a sua volta, da politiche e regole di gestione delle situazioni di conflitto di interessi nelle quali essi potrebbero incorrere.

⁽³⁸⁾ Sul rilievo assegnato dal TUF agli investitori istituzionali in sede di monitoraggio dell’operato del *management* v., per tutti, GAMBINO, *Tutela delle minoranze*, in *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 135 ss.; sui limiti di un approccio orientato a ricostruire la posizione del socio titolare di una partecipazione rilevante (ma non di controllo) alla stregua di un *agent* degli altri azionisti v. peraltro DEMOTT, *Agency Principles and Large Block Shareholders*, in 19 *Cardozo L. Rev.* 321 (1997), 336 ss. (ove la conclusione secondo cui «*the block holder is under no duty to monitor, let alone to do so competently*»).

⁽³⁹⁾ Cfr. il par. 2.4.2 del *Libro verde* della Commissione Europea sulla rilevanza della cooperazione tra azionisti al fine di promuovere un impegno attivo degli investitori singoli, soprattutto se in possesso di portafogli diversificati; e il Principio n. 5 dello *UK Stewardship Code*, secondo cui gli «*Institutional Investors should be willing to act collec-*

SGR che prendano parte a forme “collettive” di controllo sull’operato delle *Investee Companies* di prestare debito riguardo alle regole applicabili in materia di azione di concerto e alla eventuale rilevanza di quelle forme ai fini della disciplina in tema di o.p.a. obbligatoria ⁽⁴⁰⁾ risulta ampiamente soddisfatta dal nuovo art. 44-*quater*, comma 2, del Regolamento Consob n. 11971/1999: norma, quest’ultima, la quale esclude che configurino di per sé «azione di concerto» ai sensi dell’art. 101-*bis*, comma 4, TUF, determinate forme di coordinamento tra azionisti orientate ad assicurare alla minoranza una rappresentanza negli organi sociali dell’emittente (e, segnatamente, gli accordi in materia di presentazione di liste e di voto nelle elezioni alle cariche sociali, purché programmaticamente preordinati alla espressione di candidati, appunto, “della minoranza”) o a contrastare l’adozione in sede assembleare di delibere potenzialmente viziate dal conflitto di interessi di componenti degli organi sociali (o a favorire, per contro, l’assunzione di delibere che abbiano a oggetto la loro responsabilità);

(v) il par. 3 dell’art. 9.3 del Protocollo cristallizza, a propria volta, la regola secondo cui il divieto di voto nelle assemblee di società direttamente o indirettamente controllanti la SGR non impedisce a quest’ultima di aggregare le azioni della controllante di pertinenza dei patrimoni gestiti al fine di raggiungere la quota minima di partecipazione richiesta dalla disciplina sulla presentazione di liste di candidati al rinnovo delle cariche sociali nelle controllanti in questione; ciò che potrebbe intendersi anche nel senso di consentire alla SGR di “aggregare” *unicamente* azioni della controllante immesse nei diversi OICR *da essa gestiti*: se è vero infatti che, in tale eventualità, la SGR si troverebbe a

tively with other investors where appropriate».

⁽⁴⁰⁾ V. il Principio n. 4 dell’*EFAMA Code for External Governance*.

presentare una lista che non potrebbe poi votare (in forza del divieto di cui all’art. 9.3, par. 3, del Protocollo), neppure pare da escludere in radice che sia coerente con l’interesse dei partecipanti agli OICR la scelta della SGR di sottoporre al “giudizio” del mercato, cioè degli azionisti non correlati della capogruppo, un proprio elenco di candidati;

(vi) connessa a tale ultimo profilo, ancorché non direttamente attinente al materiale precettivo del Protocollo, è infine la questione se, in ipotesi di assemblea di società quotata convocata per il rinnovo delle cariche sociali, la lista presentata (anche) dall’ente capogruppo – la quale, per ipotesi, risulti prima per numero di voti – e la lista presentata (anche) dalla SGR controllata debbano considerarsi tra loro “collegate” ai sensi di quanto previsto dagli artt. 147-*ter*, comma 3 (per la nomina dell’amministratore di “minoranza”) e 148, comma 2 e 4-*bis* (per la nomina del sindaco e, rispettivamente, del consigliere di sorveglianza di “minoranza”) del TUF. Orbene, malgrado il rapporto di controllo costituisca elemento addirittura paradigmaticamente indicativo della sussistenza di un collegamento tra liste (*recte*: tra i soci che le hanno presentate) ⁽⁴¹⁾, risulterebbe assai difficile condividere una soluzione che affermasse, nel caso di specie, l’esistenza del collegamento e disconoscasse, dunque, a quella presentata dalla SGR il carattere di lista, appunto, “di minoranza”. E in vero: (x) da un lato, sul piano *formale*, le azioni “rilevanti” ai fini della presentazione della lista sono “di pertinenza” del patrimonio in cui si risolve il singolo fondo o comparto, ri-

⁽⁴¹⁾ Cfr. sia l’art. 144-*quinquies*, lett. b) del Regolamento Emittenti n. 11971/99 (che a quel rapporto testualmente ascrive la portata di una presunzione assoluta di esistenza del collegamento), sia l’art. 144-*sexies*, comma 6, del predetto Regolamento (a mente del quale «i soci appartenenti al medesimo gruppo...non possono presentare o votare più di una lista, anche se per interposta persona o per il tramite di società fiduciarie»): norme, queste, entrambe dedicate alla materia della elezione dell’organo di controllo, ma senz’altro estensibili alla vicenda deliberativa della elezione dell’organo di amministrazione.

sultando allora, in ragione della *autonomia* che caratterizza tale patrimonio rispetto a quello della SGR (cfr. l'art. 36, comma 6, TUF; ma identica considerazione vale per la gestione individuale: v. l'art. 22 TUF), certamente estranee a ogni forma di titolarità o situazione dominicale di quest'ultima, sì che privo di senso sarebbe attribuire alla SGR qualità di "socio" dell'emittente ai fini delle norme del Regolamento Emittenti sul collegamento appena passate in rassegna (nel caso della gestione di portafogli individuali dovendosi, anzi, con certezza attribuire quella qualità al cliente); (y) dall'altro, e in una prospettiva attenta al piano *funzionale*, appare possibile sottolineare come non sussista, nell'esempio formulato, il fondamento ultimo della disciplina sul collegamento tra liste, vale a dire l'esigenza di evitare che i candidati apparentemente di minoranza siano in realtà riconducibili a un unico centro di interesse, quello facente capo al socio di riferimento: e ciò per la decisiva considerazione che le SGR, anche ove soggette alla altrui direzione e coordinamento, sono in ogni caso tenute ad agire, nella prestazione del servizio di gestione individuale o collettiva, *e quindi anche in sede di esercizio dei diritti pertinenti agli strumenti finanziari oggetto dell'investimento*, nell'esclusivo interesse dei clienti o dei partecipanti al fondo, non in quello della propria controllante o nell'interesse del gruppo ⁽⁴²⁾.

Marco Maugeri

Straordinario di Diritto Commerciale
nell'Università degli Studi Europea di Roma

⁽⁴²⁾ Cfr., per una incisiva ricaduta applicativa di tale assunto in materia di (esenzione da taluni) obblighi in pendenza di o.p.a. per le SGR controllate dall'emittente o dall'offerente, la Comunicazione Consob n. DIS/99082609 del 9 novembre 1999.

IL DIRITTO DELL'ECONOMIA AI TEMPI DELLA CRISI.
LA VOLCKER *RULE* COME RISPOSTA DEGLI USA.*

ABSTRACT: The 2008 crisis brought to the limelights the difficulty to manage systemic financial crises and made it clear the mitigation tools designed beginning in the Eighties were unfit for the purpose. The American answer arrived as the 2010 Dodd-Frank Act, which is intended to be a comprehensive reform for banks and financial institutions. The Act has been subject to criticism as it fails to address a number of issues. Herewith we consider the path which led to the enactment of the Dodd-Frank Act, with a limited comparison with the current Italian solution to the deposit insurance and the banks ownership of non financial firms. Then we focus on the much talked about Volker Rule, to a certain extent supposedly the cornerstone of the entire new architecture, and the likely impact of the rule on a few of the hot topics emerged from the crisis as issues at the core of the problem.

SOMMARIO: 1. Il Dodd-Frank Act. - 2. Dal free banking alla Grande depressione. - 3. Il superamento del Glass-Steagall Act: il Gramm-Leach-Bliley Act. - 4. La formazione del problema. - 5. Una parentesi italiana. - 5.1 La separazione banca-industria. - 5.2 Gli investimenti delle banche nei fondi. - 5.3 La tutela dei depositanti. - 6. No more casinos in the public utilities. - 7. La Volcker Rule. - 8 Gli effetti presumibili della Volcker Rule sul sistema dello shadow banking. - 9 Gli effetti della Volcker Rule sull'attività in derivati delle banche. - 10 Conclusioni.

1. Se volessimo riassumere in un'immagine la crisi del 2007 – 2009 probabilmente penseremmo al mancato salvataggio di Lehman,

* Contributo approvato dai revisori.

preceduto e seguito da salvataggi di altre banche, così negli Stati Uniti come in tutto il mondo¹. Il tema del salvataggio pubblico di discussi capitalisti privati è uno dei filoni di dibattito più accesi nel periodo, da noi come oltre oceano, e si interseca con la definizione del quadro normativo applicabile alle banche e al settore finanziario, al ruolo dello stato e del mercato e alla funzione di tutela dei depositanti.

L'esplicito obiettivo del Congresso nel proporre la nuova legge, nota come Dodd-Frank Act,² è di “ricreare responsabilità e *accountability*³ nel nostro sistema finanziario”. In estrema sintesi, la legge intende rendere possibile ciò attraverso: la costituzione del Bureau of Consumer Financial Protection, una nuova agenzia indipendente di sorveglianza, inserita nel sistema della Federal Reserve; la creazione del Financial Stability Oversight Council, composto dai regolatori federali finanziari, che agisca come un “sistema di avviso precoce” (*a-*

¹ Le ragioni della crisi, la ricostruzione del suo sviluppo e le valutazioni sulle vie percorse per uscirne hanno dato luogo alla quasi istantanea nascita di un'intera biblioteca e, notoriamente, anche la regina Elisabetta II nel novembre 2008 chiese agli economisti della London School of Economics come mai, se la tempesta era così grossa, nessuno se ne fosse avveduto. Una panoramica delle cause e delle dinamiche della crisi, non tecnicissima, ma opera di un noto (e polemico) economista è STIGLITZ, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, 2010 (trad. it. *Banca-rotta. L'economia globale in caduta libera*, Torino, 2010). Per quanto riguarda il nostro ordinamento si veda CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009) - Il caso italiano*, Padova, 2009. I temi per ora sono aspramente dibattuti e non si può ignorare il fatto che negli Stati Uniti siano state impiegate dinamiche di dubbia efficienza, purtroppo tradizionali per l'Italia già a partire dall'Unità. È stata costituita una commissione di inchiesta, la Financial Crisis Inquiry Commission, costituita per "esaminare le cause, nazionali e globali, dell'attuale crisi finanziaria ed economica negli Stati Uniti, in forza del Fraud Enforcement and Recovery Act (Public Law 111-21) del 2009. La commissione è composta da dieci cittadini, nessuno dei quali è un politico in carica, sei nominati dai Democratici e quattro dai Repubblicani. Il 27 gennaio 2011 la Commissione ha pubblicato il suo corposo studio, *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, (<http://www.fcic.gov/report>), le cui risultanze, lungi dall'essere ampiamente condivise, sono tracciate secondo le linee di partito e, addirittura, i membri designati dai Repubblicani hanno redatto ben due *dissenting opinion*.

² Il cui nome ufficiale è *The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010*.

³ Parola che in italiano non esiste e che esprime il concetto del “dovere di rendere conto”.

dvance warning system) relativamente ai rischi sistemici; il porre fine al concetto di “*too big to fail*”, tra l’altro creando una procedura di liquidazione per gli operatori finanziari; la riforma nell’operatività della Federal Reserve; la revisione della regolamentazione che governa i mercati dei derivati; la creazione del Federal Insurance Office al fine di monitorare il settore assicurativo e la semplificazione nella regolamentazione della riassicurazione; un’accresciuta regolamentazione per i consulenti d’investimento degli *hedge fund* e dei fondi di *private equity*; una migliorata supervisione sulle agenzie di *credit rating*; l’imposizione di nuovi standard a chi venda strumenti finanziari “garantiti” da attività (*asset-backed*); l’imposizione di ulteriori oneri sui compensi a dirigenti e amministratori e in tema di *corporate governance* per le società quotate, così come ulteriori regole intese a proteggere gli investitori; il rinnovo della struttura regolamentare relativa alle banche e alle casse di risparmio; la riforma delle regole sulla concessione di credito ipotecario; e l’accrescimento nella supervisione sul settore dei titoli emessi dalle municipalità.

Così come la *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act* (normalmente nota come Sarbanes-Oxley Act o SOX) arrivò prontamente nel 2002, sull’onda degli scandali emersi nel 2001, il cui caso celebre fu il fallimento Enron, la legge di “riforma” del settore bancario e finanziario negli USA arriva a metà 2010, per evitare che si possa ricreare una crisi come quella del 2008-2009 e per offrire un rassicurante quadro normativo, tale da placare il risentimento dei contribuenti americani per i salvataggi governativi compiuti, in una comune percezione, a favore dei banchieri di Wall Street⁴, operati, per

⁴ Prima della crisi non era moneta comune l’idea che il governo dovesse puramente e semplicemente intervenire in salvataggio della (grande) banca in difficoltà. Tra i rari

di più, da una amministrazione democratica, che dovrebbe avere più a cuore gli interessi dei contribuenti che quelli di chi ha creato il danno⁵.

In effetti, la SOX fu accusata di essere una legge affrettata e populista, in quanto emanata in risposta a un grave evento economico negativo e oltretutto emanata durante una crisi. Di più, si trattava di una risposta a una “insurrezione” populista contro le società e i mercati. Infine, l’evidenza empirica citata a supporto della proposta era, al più, dubbia e spesso mostrava che la proposta non era saggia⁶. Analogamente il Dodd-Frank Act è immediatamente divenuto oggetto di critica per la sua inadeguatezza⁷ e un’autorevole e largamente citata voce si è levata ad ammonire contro i pericoli della corsa alle riforme prima di avere ben compreso la dinamica dello sconvolgimento⁸, per non menzionare la tesi secondo la quale il regolatore non può catturare che

casi in cui l’ipotesi era seriamente presa in considerazione, ROCHAT, *Why There Are so Many Banking Crises*, Princeton, 2008, 154 (il capitolo è la ristampa di un articolo pubblicato nel 1996), il quale ipotizza che lo scenario “più semplice per la banca centrale” sia quello di intervenire direttamente in salvataggio della banca che rischia di fallire.

⁵ KRUGMAN – WELLS, *Where Do We Go from Here?*, in *New York Review of Books*, 13 gennaio 2011, sostengono che l’irritazione del contribuente verso il governo dipenda dalla congiuntura economica e dalla gestione della crisi e che ciò sia alla base della disfatta democratica patita alle elezioni di *mid-term* del 2010.

⁶ ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, in *Yale Law J.*, 2005 (114) 1521 e EASTERBROOK, *The Race for the Bottom in Corporate Governance*, in *Virginia Law Rev.*, 2009 (95), 694, ma *contra* PRENTICE – SPENCE, *Sarbanes-Oxley as Quack Corporate Governance: How Wise Is the Received Wisdom?*, 95 *Georgia Law J.*, 2007 (95), 1844 e MACLEOD HEMINWAY, *Rock, Paper, Scissors: Choosing the Right Vehicle for Federal Corporate Governance Initiatives*, in *Fordham J. of Corporate & Financial Law*, 2005, 225.

⁷ Con accenti diversi e puntando l’attenzione su aree diverse BAINBRIDGE, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, UCLA School of Law, 2010; ACHARYA, *Failures of the Dodd-Frank Act*, in *Financial Times*, 15 luglio 2010; A.E. WILMARTH, Jr., *The Dodd-Frank Act: a Flawed and Inadequate Response to the Too-Big-To-Fail Problem*, in *Oregon Law Rev.*, 2011 (89).

⁸ POSNER, *A Failure of Capitalism – The Crisis of ’08 and the Descent into Depression*, Boston, 2009, 117-47 e 252-58. Per una diversa visione critica, si legga la recensione al libro a opera di SOLOW, *How to Understand the Disaster*, in *The New York Review of Books*, 14 maggio 2009.

frammenti sul comportamento di un mercato finanziario⁹. È da dire che l'accusa di aver chiuso la stalla dopo che i cavalli sono scappati è ricorrente ed esiste una linea di pensiero secondo la quale si tratta di uno schema tipico della produzione normativa statunitense che rimonta a prima del New Deal,¹⁰ ma la medesima sequenza di bolla, esplosione e regolazione secondo alcuni ha origine già nell'Ottocento.¹¹ In effetti uno dei più noti volumi in tema di *securities regulation*¹² si apre osservando che i problemi ai quali la disciplina si indirizza sono antichi quanto l'avidità dei venditori e la "gonzaggine" dei compratori, ossia due elementi tipici e imprescindibili per il nascere e lo svilupparsi di una bolla speculativa.

Al proposito il pensiero non può non correre alla nota South Sea Bubble del 1720¹³, dalla quale viene fatta discendere l'emanazione del Bubble Act, ancorché, in realtà, la legge trovi storicamente origine nel potere politico della South Sea Company, che cercava di indurre il legislatore a porre barriere all'ingresso di eventuali concorrenti. Nella turbolenta congiuntura della quale lo scandalo della South Sea Company era solo il punto più evidente, "un Parlamento attanagliato dal panico emanò una legge che ancor oggi quando la leggiamo sembra urlare dalla raccolta delle leggi"¹⁴. È da sottolineare che recenti e documentate ricostruzioni¹⁵ mostrano come la vicenda non sia, come

⁹ La tesi, sorprendentemente nichilista, è sostenuta da GREENSPAN, *How Dodd – Frank fail to meet the test of our times*, in *Financial Times*, 30 marzo 2011.

¹⁰ RIBSTEIN, *Bubble Laws*, in *Houston Law Rev.*, 2001 (40) 79 e ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, cit., 1521.

¹¹ BANNER, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690-1860*, Cambridge, 1998.

¹² LOSS, *Fundamentals of Securities Regulation*, Boston – Toronto, 1983, 1.

¹³ Sul quale GOWER, *Principles of Modern Company Law*, London, 1983⁴, 28.

¹⁴ MAITLAND, *Trust and corporation*, in *Collected Papers*, III, Cambridge, 1911, 390.

¹⁵ Il titolo ufficiale della legge, che fu promulgata il 9 giugno 1720, è Royal Exchange and London Assurance Corporation Act 1719.

generalmente si considera¹⁶, il parallelo della parabola di John Law, “forse il più innovativo briccone finanziario di tutti i tempi”¹⁷ e della Compagnia del Mississippi¹⁸, ma un evento particolarmente grave in un anno di per sé turbolento, nel quale 190 società per azioni fecero appello al pubblico risparmio inglese ed evidenzia una sequenza di eventi molto simile a quella che stiamo descrivendo¹⁹. A margine, si deve notare che un effetto di lungo periodo della vicenda francese fu l'avversione, in tutta Europa, per la carta moneta, avversione che influenzò il dibattito ottocentesco sui sistemi monetari, al punto che un'eco notevole dell'avversione si ritrova nel Faust di Goethe, all'inizio della seconda parte²⁰.

Normalmente il legislatore (statunitense secondo la letteratura in

¹⁶ Si veda ad esempio un classico volume sulle crisi finanziarie: KINDLEBERGER – ALIBER, *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, Hoboken, 2005⁵, 110.

¹⁷ GALBRAITH, *Economics in Perspective, A Critical History*, Boston, 1987, 143.

¹⁸ GLEESON, *The Moneymaker*, London, Bantam, 1999 (tr. it. *L'uomo che inventò il denaro*, Milano, Rizzoli, 2000); MACKAY, *Memoirs of Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, London, 1841 dedica i primi due capitoli a John Law e alla South Sea Bubble.

¹⁹ FRENTROP, *A History of Corporate Governance 1602-2002*, Bruxelles, 2003, 136 (trad. da *Ondernemigen en hun aandelhouders sinds de VOC*, Amsterdam, 2002); HOPPITT, *The Myth of the South Sea Bubble*, in *Transactions of the Royal Historical Society*, Volume 12, Sixth Series, 2003, 141 – 166, ove tra l'altro si nota (163) che solo nel 1771 la vicenda della South Sea Company viene associata al termine *Bubble* e inizia la mitizzazione degli eventi.

²⁰ Faust, accompagnato da Mefistofele, frequenta la corte di un sovrano il cui impero sta affrontando la rovina economica a causa delle spese dissolute del governo. Mefistofele, osservato che la moneta dell'impero è l'oro, suggerisce che esistendo una grande quantità d'oro sotto terra nei possedimenti dell'imperatore, invece di estrarlo l'imperatore può emettere delle cambiali per il valore dell'oro sottoterra, così risolvendo il problema del debito generando con le nuove monete, senza sobbarcarsi lo sforzo dell'estrazione.

L'imperatore e i funzionari accettano, Mefistofele sommerge la corte di carta moneta e Faust viene elogiato. Naturalmente l'emissione di biglietti non risolve i problemi delle spese dell'imperatore, le quali aumentano cosciente la corte che si può sempre emetterne secondo volontà. Si veda il commento moraleggiante, che ritiene priva di valore la carta moneta, dimostra la mancata comprensione delle teorie economiche (peraltro sbagliate) di Law, e considera illusione l'economia moderna, di CITATI, *Goethe*, Milano, 1990, 283. Una inconsueta analisi della moneta nella sua realtà in FOUCAULT, *Les mots set les choses: une archéologie de sciences humaines*, Paris, 1966, 181 ss.

discussione, ma una parte del discorso appare applicabile anche all'Italia) non ha un interesse continuativo a incidere sul sistema normativo dell'impresa. Durante le bolle l'intervento legislativo è ancor meno probabile, perché gli azionisti delle società coinvolte e gli altri attori coinvolti non hanno alcun interesse al cambiamento nel periodo in cui i loro beni crescono di valore in continuazione, ma in quello stesso tempo si pongono i semi della futura reazione legislativa: l'euforia tipicamente ricorrente durante le bolle induce i regolatori e i *gatekeepers* privati²¹ ad abbassare la guardia e contestualmente i potenziali frodatori vedono accrescersi le possibilità di azione, poiché è il momento in cui gli investitori si moltiplicano nel numero e divengono avidi²², con l'effetto che il numero di frodi esplode durante le bolle²³, e, poiché *motus in fine velocior*, ciò avviene con un effetto che si accresce alla fine del periodo. Dopo l'inevitabile scoppio della bolla, mentre divengono evidenti gli eccessi speculativi e le frodi²⁴, gli investitori scottati dalle perdite e offesi per le frodi delle quali sono stati oggetto creano la pressione necessaria per convincere il legislatore a promulgare nuove regole. Nell'immediato seguito allo scoppio della bolla il Congresso legifera e poiché normalmente le situazioni post-crisi contengono, oltre a legittime recriminazioni, una dose di rabbia populista, il momento offre "una finestra di opportunità ... per proporre le soluzioni preferite, già pronte, quando è poco il tempo per

²¹ ONADO, *I risparmiatori e la Cirio: ovvero, pelati alla meta. Storie di ordinaria spogliazione di azionisti e obbligazionisti*, MCR, 2003, 499.

²² GERDING, *The Next Epidemic: Bubbles and the Growth and Decay of Securities Regulation*, in *Connecticut Law Rev.*, 2006, (38), 393.

²³ A esempio della tesi sostenuta, il pensiero non può non andare, per il periodo della bolla di Internet, a casi quali Freedomland e Finmatica.

²⁴ KINDLEBERGER – NLIBER, *Manias, Panics and Crashes*, cit., 163-167.

deliberare in modo ponderato”²⁵.

2. La storia della banca e della finanza nella seconda parte dell'Ottocento negli Stati Uniti, ma in parte anche da noi²⁶, è un romanzo in cui si intrecciano il *free banking*²⁷, le corse agli sportelli e il

²⁵ RIBSTEIN, *Bubble Laws*, cit., a p. 79 motiva dicendo che "after a crash reformers can draw on populism and envy of the rich".

²⁶ Si veda la lucida disamina di PANTALEONI, *La caduta della Società generale di credito mobiliare italiano* (originariamente in *Il giornale degli economisti*, 1895), Torino – Roma, Utet – Bancaria, 1998 sulle cause della crisi, sulla fragilità intrinseca della banca mobiliare, che impiega in titoli azionari, e sulla natura e opportunità di procedere ai salvataggi bancari. Degno di nota è il fatto che la banca fu fondata dai Rotschild del ramo francese e fu rilevata nel 1863 dai fratelli Pereire, ex dipendenti dei Rotschild che nel 1852 avevano fondato, con la benedizione di Napoleone III la Société Générale de crédit foncier e la Société Générale de crédit mobilier, specializzata nel finanziamento delle ferrovie. Subito dopo ottennero dal governo spagnolo l'autorizzazione per l'apertura del Crédito mobiliario español e negoziarono con il governo portoghese per istituire una analoga banca a Lisbona, ma la camera alta del parlamento rifiutò di ratificare l'accordo (CAMERON – MEAL, *Storia economica del mondo*, Bologna, Il Mulino, 2005, 447-454; *A Concise Economic History of the World from Paleolithic Times to the Present*, Oxford, 2003⁴). Sul coevo caso della Banca Romana si veda il classico testo di N. COLAJANNI, *Banche e Parlamento*, Milano, 1893 e, per una ricostruzione essenziale delle tre vicende (Banca Romana, Credito Mobiliare e Banca Generale), PECORARI, *Il sistema bancario in Italia dopo l'Unità (1861 – 1900)*, in *Storia d'Italia. Annali*, 23, *La banca*, Torino, 2008, 331. Dopodichè "la crisi fa da levatrice ad un nuovo ordinamento dell'emissione ed alla Banca d'Italia" BELLI, *Legislazione bancaria italiana (1861 – 2003)*, Torino, 2004, 89.

²⁷ Per una serie di ragioni gli Stati Uniti hanno a lungo avversato la nascita di una banca centrale e il sistema della Federal Reserve, che nasce nel 1913 e non a caso è caratterizzata in modo unico nel mondo occidentale dalle due caratteristiche di essere un sistema non accentrato e di non si chiamarsi "banca", è preceduto da almeno due tentativi sfociati nel nulla, ossia la First Bank of the Unites States, voluta da A. Hamilton, che operò dal 1791 per i venti anni previsti dal suo atto di incorporazione e cessò con il rifiuto del Presidente Madison di rinnovare il termine, e la Second Bank of the Unites States, costituita nel 1816 su impulso del Presidente Madison, il cui ventennio non fu rinnovato dal Presidente Jackson; ROTHBARD, *The Mystery of Banking*, Auburn, 2008², 193-206.

La storiografia tradizionale ha a lungo giudicato con pesanti connotazioni negative il mancato rinnovo della *charter*, ex multis HAMMOND, *Banks and Politics in America, from the Revolution to the Civil War*, Princeton, 1991, 405 – 450, nel capitolo dall'eloquente titolo: *The Federal Bank Destroyed 1832 – 1836*. Il ruolo della banca centrale resta un tema controverso e, in effetti, ancor oggi esiste negli USA un movimento a favore del *free banking*, che avversa fortemente l'esistenza stessa della Fed e contesta il suo ruolo, partendo dalle sue origini, ossia dalla riunione segreta organizzata dal senatore Nelson Aldrich, intimo amico della famiglia Rockefeller, a Jekyll Island, nel novembre 1910, con alcuni banchieri di New York, ossia Henry P. Davison, *partner* della House of Morgan; Paul Warburg, *partner* di Kuhn Loeb; Frank A. Vanderlip, vice-

susseguirsi di bolle speculative. In particolare negli Stati Uniti il periodo successivo alla guerra civile vede una deflazione significativa e la caduta, più marcata, dei prezzi agricoli, mentre si sviluppa l'industria. Uno degli effetti dell'instabilità economica e monetaria fu il doppio dibattito relativo all'uso dell'oro ovvero della *fiat money* e all'opportunità di un sistema bimetallico²⁸, ossia con monete d'oro e d'argento²⁹, al quale pose fine nel 1896 la sconfitta alle elezioni presidenziali del candidato che del bimetallismo aveva fatto la sua bandiera, W.J. Bryan, sconfitta immediatamente successiva alla scoperta delle miniere d'oro in Alaska³⁰. Il bimetallismo comporta per il sistema avere una maggior massa monetaria in circolazione, fatto che tenden-

presidente della National City Bank of New York, dei Rockefeller, Charles D. Norton, presidente della First National Bank of New York, della famiglia Morgan, e il professor A. Piatt Andrew, capo della ricerca della National Monetary Commission. Nella settimana di riunioni i convenuti prepararono un progetto destinato alla National Monetary Commission, noto come Aldrich Plan, che già delineava la nuova istituzione e svolse il ruolo di catalizzare il dibattito sul ruolo del governo e della banca centrale, ancorché la legge del 1913 non porti il suo nome; cfr. ROTHBARD, *The Case Against the Fed*, Auburn, 1994, 116.

Da ultimo, tra i polemisti che hanno dato vita a ciò che appare quasi un genere letterario, PAUL, *End the Fed*, New York, 2009, ma rispettati e più tradizionali studiosi hanno scritto pagine di sarcasmo e diffidenza sull'istituzione: GALBRAITH, *Economics in Perspective, A Critical History*, Boston, 1987, 143, per non dire dei *think tank* conservatori: SELGIN – LASTRAPES – SHITE, *Has the Fed Been a Failure?*, Cato Working Paper, Cato Institute, Washington, 2010. Quanto al dibattito sul *free banking* che in Italia si svolse verso gli anni Settanta dell'Ottocento, si veda S. CARDARELLI, *Il tramonto del free banking in Italia. I tentativi di riforma bancaria di Majorana Calatabiano (1877-1879)*, in Banca d'Italia, Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, n. 14, dicembre 2006.

²⁸ Secondo ROCKOFF, *The "Wizard of Oz" as a Monetary Allegory*, in *The Journal of Political Economy*, 1990, (98), 739-760, un'eco della polemica sul bimetallismo è in allegoricamente narrata nel libro di BAUM, *The Wonderful Wizard of Oz*, Chicago, 1900, avvertendo che il film della MGM con Judy Garland contiene ampie modifiche rispetto al libro, tali da oscurare l'allegoria, come ad esempio le scarpette d'argento che divengono le famose scarpette rosse del film.

²⁹ L'Italia unita scelse di adottare il sistema del bimetallismo, secondo un modello francese, con la cd. Legge Pepoli, ossia la l. 24 agosto 1862, n. 788, ma non affrontò il tema ulteriore, ossia la facoltà di emettere biglietti di banca, che secondo i liberisti come Francesco Ferrara era un diritto afferente l'attività ordinaria del credito, con il risultato che in Italia operarono sei emittenti, retti da regimi giuridici differenti, sino alla riforma del 1893.

³⁰ FRIEDMAN – IACOBSON SCHWARTZ, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton, 1963, 8.

zionalmente induce pressione inflazionistica e ciò avvantaggia chi abbia debiti espressi in valori nominali. Tipicamente la classe agraria aveva debiti di questo tipo e quindi era interessata a un certo grado di inflazione, mentre temeva la diminuzione dei prezzi³¹.

Altro effetto del periodo fu la necessità politica di soddisfare la necessità degli agrari di essere ristorati della perdita di peso data dal combinarsi della caduta nei prezzi delle derrate e della perdita di ruolo data dal crescere di importanza dell'industria. Uno dei problemi che gli agricoltori dovevano fronteggiare era la mancanza di accesso al credito, tema che fu cavalcato dal Partito Populista e si offrì l'opportunità politica di procedere a una redistribuzione di risorse attraverso la costituzione di banche locali per il credito agrario, in un periodo – ricordiamo – durante il quale negli Stati Uniti vigeva un sistema di sostanziale *free banking*. Negli anni Venti si assistette a un nuovo calo continuo dei prezzi per i prodotti agricoli, alle diffuse insolvenze degli agricoltori e al conseguente fallimento di molte casse rurali³².

Dopo la grande crisi del 1929 negli Stati Uniti una banca su cinque fallisce e si aggrava l'avversione popolare verso le banche, che molti, anche politici, ritengono essere quegli speculatori che con le manovre azzardate nel decennio precedente hanno causato il disastro.

Nel 1933 il senatore Carter Glass e il rappresentante al Congresso Henry Steagall promuovono la storica legge che è nota con i loro

³¹ EICHENGREEN, *La globalizzazione del capitale. Storie del sistema monetario internazionale*, Milano, 1998, 26 (*Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton, 1996); su posizioni leggermente diverse FRIEDEN, *Monetary Populism in Nineteenth-Century America: An Open Economy Interpretation*, in *The Journal of Economic History*, 1997, (57), 368

³² BERNANKE, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression*, in *American Economic Review*, 1983, (73), 259; RAJAN, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton, 2010, 40.

nomi³³, con l'intento di limitare i conflitti di interesse derivanti alle banche commerciali dalla sottoscrizione di titoli emessi dalle imprese (*brokerage*). La nuova legge obbligava le banche a scegliere tra l'attività di erogazione del credito e quella di sottoscrizione dei titoli. In particolare la Section 20 del Glass–Steagall Act proibiva alle banche partecipanti al sistema della Federal Reserve di avere relazione con qualsiasi soggetto “*engaged principally in the issue, flotation, underwriting, public sale, or distribution at wholesale or retail or through syndicate participation of stocks, bonds, debentures, notes, or other securities...*”. La Section 16 vietava alle banche “nazionali” (ossia quelle costituite sulla base di una legge federale, in opposizione a quelle “statali”) di svolgere attività di collocamento dei titoli emessi dalle società. La Section 21 rendeva illegale per chi svolgeva le attività indicate nella Section 20 di svolgere anche l'attività di ricevere depositi di denaro. Infine la Section 32 poneva l'incompatibilità tra l'essere amministratore o dipendente delle banche partecipanti al sistema della Fed e l'esserlo per le società *primarily engaged* nelle attività elencate nella Section 20.

In effetti la *vulgata* sul ruolo del Glass-Steagall Act 1933 merita una rettifica sotto due profili. Innanzitutto, se è vero che la legge impediva la commistione tra le due attività, non è vero che pose per la prima volta la distinzione.

Diverse sentenze di fine Ottocento diedero una lettura del National Bank Act del 1864 secondo la quale era proibito alle banche

33 In realtà esiste anche un Glass-Steagall Act del 1932, che, al fine di contrastare la violenta deflazione successiva alla crisi del 1929, consentiva alla Fed di offrire alle banche servizi di sconto su titoli governativi o carta commerciale ricevuti dai clienti. Fino alla metà del Novecento molte banche negli Stati Uniti finanziavano le imprese scontando la carta commerciale che ricevevano dai loro clienti.

"nazionali" di collocare, negoziare o possedere partecipazioni di capitale in proprio o per conto dei clienti.

Inoltre il Federal Reserve Act impedì alle banche appartenenti al sistema di svolgere tali attività³⁴. Tuttavia poiché le banche costituite sulla base di una legge statale (*state-chartered*) non soffrivano delle medesime limitazioni, le banche "nazionali" cominciarono a costituire controllate *state-chartered*, che potevano negoziare titoli di capitale e collocarli.

L'attività in titoli delle banche "nazionali" crebbe enormemente durante la Prima Guerra Mondiale, dato che le banche ricoprirono un ruolo centrale nel collocare i titoli del Tesoro. Questa attività creò nelle banche una competenza specifica, consentì di sviluppare un efficace sistema distributivo e tra le famiglie rese un concetto diffuso quello di acquistare titoli.

Da ultimo il McFadden Act del 1927 affermò il diritto delle banche "nazionali" a collocare titoli. Inizialmente il Comptroller of the Currency consentì unicamente il collocamento di obbligazioni, ma in seguito accettò che venissero collocate anche azioni³⁵.

Altra lettura tratteggiata è la diffusa convinzione, derivata dalle inchieste svolte dal Congresso sulla crisi, che i danni alla solidità patrimoniale delle banche commerciali siano stati la conseguenza della loro attività quali banche di investimento e sono note le parole del senatore Glass che attribuiva a queste attività svolte dalle controllate delle

³⁴ BENSTON, *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*, New York, 1990, 31-69.

³⁵ KELLY, *Legislative History of the Glass-Steagall Act*, in *Deregulating Wall Street: Commercial Bank Penetration of the Corporate Securities Market*, Edited by I. Walter, New York, 1985, 42-43; FLANNERY, *An Economic Evaluation of Bank Securities Activities before 1933*, ivi, 67-68.

banche commerciali la responsabilità della crisi³⁶.

In realtà è lungi dall'essere dimostrato che l'attività in titoli delle banche commerciali sia stato un elemento determinante della crisi. Tra il 1921 e il 1929 sono fallite oltre 5500 banche, l'82% delle quali erano banche di aree rurali³⁷ quasi tutte con capitale inferiore a 100.000 dollari, poco coinvolte con attività di intermediazione finanziaria e più probabilmente indebolite dalla debolezza sperimentata in quegli anni dal settore agricolo³⁸. Studi storici relativamente recenti ritengono che il nesso sia certo solo nel caso del fallimento della Bank of the United States³⁹, evento drammatico che riguardò una banca con oltre 200 milioni di dollari in depositi⁴⁰. Il riferimento continuo alla maggiore rischiosità dei gruppi bancari che avevano controllate attive nell'intermediazione mobiliare rispetto alle banche commerciali pure deriva in larga misura dall'attività della Sottocommissione Pecora – Glass, ma una rilettura del materiale testimoniale non offre fondamento alla tesi⁴¹ e si è ritenuto che Pecora, il quale subito dopo divenne commissario della neo costituita Securities Exchange Commission, abbia amplificato ad uso del pubblico i risultati dell'indagine⁴².

³⁶ W. F. SHUGHART II, *A Public Choice Perspective of the Banking Act of 1933*, in *Cato Journal*, 1988, (7), 596.

³⁷ MARKEY, *Why Congress Must Amend Glass - Steagall: Recent Trends in Breaching the Wall Separating Commercial and Investment Banking*, in *New Eng. L. Rev.*, 1990, (25), 460.

³⁸ KELLY, *Legislative History of the Glass-Steagall Act*, in *Deregulating Wall Street*, cit., 44.

³⁹ FLANNERY, *An Economic Evaluation of Bank Securities Activities before 1933*, in *Deregulating Wall Street*, cit. 75; KINDLEBERGER – NLIBER, *Manias, Panics and Crashes*, cit., 38, ritengono che l'origine del fallimento dipenda dal fatto che il più recente ad entrare in un mercato causò l'assunzione di un indebito rischio, poiché il nuovo tende a ridurre i prezzi per accrescere la quota di mercato rispetto ai competitori già presenti e ciò fece negli anni Venti la Bank of the United States, sotto la guida di Bernard K. Marcus, sul mercato dei finanziamenti immobiliari.

⁴⁰ MARKEY, *Why Congress Must Amend Glass - Steagall*, cit., 461.

⁴¹ BENSTON, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, cit., 220.

⁴² TABARROCK, *The Separation of Commercial and Investment Banking: the Morgans*

Non meno rilevante, anche se molto meno ricordato, è l'altro punto qualificante della legge, ossia la costituzione della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), che provvede ad assicurare i depositanti delle banche e quindi azzerava il fenomeno delle corse agli sportelli, del quale infatti nessuno dei viventi aveva esperienza sino alla vicenda di Northern Rock, peraltro avvenuta in Gran Bretagna e non negli Stati Uniti. In cambio della garanzia le banche devono sottostare a più penetranti poteri di vigilanza affidati alla Fed, ancorché essa, che era attiva solo da quindici anni allo scoppiare della crisi, secondo critici autorevoli⁴³ non abbia dato buona prova di sé nella gestione della depressione.

Infine la legge vietò il pagamento di interessi sui depositi a vista e pose un tetto ai tassi che le banche potevano pagare sui depositi a termine.

Resta da dire che la Section 32, vietando gli *interlocking directorates*⁴⁴, livellò il piano di gioco. In un'epoca nella quale le informazioni sulle imprese erano scarse e non agevolmente disponibili, il fatto che i consiglieri di una banca sedessero anche nel consiglio di altre banche e di società industriali o commerciali semplificava il processo di concessione del credito, consentendo un'efficiente "istruttoria", poiché dall'interno del prestatore venivano fornite informazioni ag-

vs. *the Rockfellers*, in *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 1998, (1), 3.

⁴³ FRIEDMAN – IACOBSON SCHWARTZ, *A monetary history of the United States*, cit., nel capitolo *The Great Contraction 1929-1933*, 299 – 419; BERNANKE, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis*, cit., 269; BORDO, *The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933*, in *Federal Reserve Bank of Atlanta Conference Commemorating the 100th Anniversary of the Jekyll Island Conference*, Jekyll Island, Georgia, November 5-6, 2010, 21.

⁴⁴ Il tema è antica materia di studio negli Stati Uniti, a partire dal celebre articolo di BRANDEIS, *The Endless Chain: Interlocking Directorates*, *Harper's Weekly*, 6 dicembre 1913; in Italia il tema è stato recentemente affrontato da SANTAGATA, *Interlocking Directorates ed «interessi degli amministratori» di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 310, ove è esaminata e discussa la letteratura, non solo italiana.

giornate. In termini esemplificativi, dai verbali della sottocommissione Pecora-Glass emerse che i *partner* di J.P. Morgan avevano all'attivo 126 cariche di consigliere in 89 società, i cui attivi totalizzavano 20 miliardi di dollari, ossia circa un terzo del PIL⁴⁵.

Per chiudere l'argomento, si ricorda che è stata sostenuta la tesi secondo la quale la recessione in parte rilevante dipese dal ritiro dei depositi in oro da parte degli stranieri, che temevano l'uscita degli Stati Uniti dal Gold Standard, cosa che infatti poi avvenne con uno dei primi atti dell'amministrazione Roosevelt (eletta a novembre 1932, ma insediatasi solo nel marzo 1933) con il Gold Confiscation Act del 5 aprile 1933, che non era una legge, bensì il Presidential Executive Order 6102.

Poco dopo l'emanazione nel 1956 del Bank Holding Company Act⁴⁶, legge che estende alle *bank holding companies* le restrizioni imposte alle banche, incluso il divieto a possedere banche in stati diversi, le banche incominciano a premere sul Congresso affinché sia consentito operare sul mercato delle obbligazioni municipali. Dall'altro lato, all'inizio degli anni Settanta le *brokerage firms* cominciano ad invadere il territorio delle banche offrendo conti del mercato monetario che pagano interessi e consentono di emettere assegni, nonché emettendo carte di debito e credito.

Nel dicembre 1986 la Federal Reserve interpretando l'art. 20 del Glass-Steagall Act, che vieta alle banche commerciali di essere "en-

⁴⁵ CHERNOW, *The House of Morgan*, New York, 1990, 366.

⁴⁶ Il Bank Holding Company Act del 1956 regola la vita di ciò che noi chiameremmo società finanziaria capogruppo. I tratti salienti del testo originale erano che il *Board of Governors* della Fed approvava la costituzione di una *bank holding company*, la proibizione di acquisire banche in uno stato diverso da quello della loro sede e il divieto di possedere attività non bancarie o acquistare titoli con diritto di voto emessi da società non banche. La limitazione all'acquisizione di banche in uno stato diverso da quello in cui ha sede la *bank holding company* fu rimossa nel 1994.

gaged principally" nell'attività in titoli consente che da questa attività possa derivare fino al 5% dei ricavi totali. L'anno successivo il Board della Federal Reserve vota 3-2, mettendo in minoranza il Presidente Paul Volcker⁴⁷, a favore di un rilassamento delle regole poste dal Glass-Steagall Act.

A gennaio 1989 la Fed, su richiesta di J.P. Morgan, Chase Manhattan, Bankers Trust e Citicorp, consente alle banche commerciali di operare su obbligazioni e azioni e più tardi eleva il limite consentito di ricavi al 10%. L'anno seguente J.P. Morgan sarà la prima banca autorizzata a sottoscrivere titoli sempre nel limite del 10% dei ricavi.

Tra il 1984 e il 1995 almeno quattro volte il pensionamento del Glass-Steagall Act sembra arrivato, attraverso approvazioni parziali, che però non giungono fino a divenire legge, e nel medesimo turno di tempo la giurisprudenza ha modo di affermare alcuni principi relativi all'ingresso delle banche commerciali nei territori delle *securities*⁴⁸.

Nel dicembre 1996, il Board della Federal Reserve consente alle *bank holding companies* di possedere banche di investimento il cui "peso" dei ricavi da *underwriting* arrivi fino al 25% dei ricavi totali⁴⁹. Ad agosto del 1997 la Fed elimina le restrizioni imposte dalla "Section 20 subsidiaries" e dichiara che le banche hanno il diritto di acquistare

⁴⁷ Volcker è sempre stato un difensore del Glass – Steagall Act e ha sempre rifiutato di considerarne l'abolizione; CHERNOW, *The House of Morgan*, cit., 716.

⁴⁸ Nel 1981 in *Board of Governors of the Federal Reserve System v. Investment Company Institute*, 450 U.S. 46 (1981) la Corte Suprema ritenne che la Fed potesse permettere alle holding bancarie di operare in qualità di consulenti di fondi chiusi di investimento; nel 1984 in *Securities Industry Association v. Board of Governors of the Federal Reserve System*, 468 U.S. 137 (1984) la Corte Suprema ritenne che Bankers Trust Co. non potesse collocare carta commerciale nell'interesse dei propri clienti.

⁴⁹ L'invito alla FED ad elevare il limite venne, nel giugno 1996, dallo stesso Leach, rappresentante al Congresso, poi tra i promotori della legge che abolì il Glass – Steagall Act. Cfr. ELY – YOBINSON, *How Might Financial Institutions React to Glass–Steagall Repeal? Evidence from the Stock Market*, in Federal Reserve Bank of Dallas, *Financial Industry Studies*, September 1998, 1.

società che si occupano di investire in titoli. Nel 1987 il Congressional Research Service prepara un rapporto che riporta le ragioni a favore e contro l'abolizione del Glass-Steagall Act.

Alla fine del 1999, dopo 12 tentativi nell'arco di 25 anni, il Glass-Steagall Act viene finalmente abrogato, non a caso dopo la fusione societaria più grande della storia, con un valore di 70 miliardi di dollari, tra l'assicuratore Travelers (che aveva acquistato le *merchant bank* Salomon e Smith Barney) e Citicorp, la società che controllava Citibank, creando Citigroup Inc., la maggior impresa mondiale di servizi finanziari⁵⁰.

3. Il Gramm–Leach–Bliley Act, più correttamente: Financial Services Modernization Act of 1999, viene firmato dal Presidente il 12 novembre 1999 dopo una storia parlamentare piuttosto articolata, della quale merita ricordare che un passaggio cruciale fu l'inserimento di una previsione secondo la quale solo chi avesse ricevuto una valutazione soddisfacente al periodico esame federale previsto dal Community Reinvestment Act (CRA)⁵¹ avrebbe potuto procedere a

⁵⁰ La prima approvazione avvenne il 21 ottobre. Il giorno 22 Sandy Weill e John Reed, ossia i CEO di Travelers e di Citicorp, in un comunicato stampa si congratularono con il Congresso e con il Presidente Clinton, elencando per nome 19 funzionari dell'amministrazione. Pochi giorni dopo la definitiva approvazione il Segretario del Tesoro Robert Rubin, già co-presidente della *investment bank* Goldman Sachs accettò un incarico come amministratore e numero due di Sandy Weill alla Citigroup.

⁵¹ Il Community Reinvestment Act è una legge federale del 1977, più volte emendata, il cui scopo è di indurre le banche a finanziare i ceti a reddito più modesto, soggetti a una pratica restrittiva del credito nota come *redlining*, che originava ai tempi della Grande Depressione nei modelli operativi della HOLC (Home Owners' Loan Corporation), ossia l'agenzia costituita nel 1933 con apposita legge per rifinanziare i mutui immobiliari in sofferenza, per evitare l'esecuzione forzata. Lo schema prevedeva di sostituire i mutui a breve che all'epoca erano la norma con mutui a 20 anni, finanziandosi con la vendita di obbligazioni, ossia all'incirca secondo il metodo delle nostre cartelle fondiarie. Il termine *redlining* fu coniato negli anni Sessanta per descrivere la prassi di tracciare con una linea rossa sulla cartina le zone nelle quali le banche non avrebbero dovuto investire e la paternità del sistema è attribuita alla HOLC (FERGUSON, *The Ascent of Money*, London 2009, 251), ancorché ciò sia stato recentemente contestato (CROS-

una fusione. In altri termini, lo scambio politico prevedeva una grande nuova libertà per il capitale, ma obbligando le banche a mantenere una sorta di "servizio universale".

La nuova legge abbatte lo steccato creato dal Glass–Steagall Act tra assicurazione, banca commerciale e *brokerage firm*, mantenendo il divieto per le banche commerciali di svolgere attività di *investment banking* e assicurativa, ma abrogando il divieto di legami partecipativi, introducendo quindi una specifica disciplina dei conglomerati finanziari⁵². La banca universale viene quindi accettata come tipologia, ma con la previsione di una separazione societaria che stacchi la banca commerciale dal resto delle attività⁵³. Il legislatore riteneva che una divisione delle attività tra diversi soggetti giuridici avesse come effetto, nel garantire la autonomia patrimoniale di ciascuno, la stabilità della banca, agevolando l'attività di supervisione e vigilanza sulle varie componenti del conglomerato da parte dei diversi soggetti preposti, soprattutto evitando che la garanzia sui depositi di fatto venisse estesa

SNEY – NARTELT, *Residential Security, Risk, and Race: The Home Owners' Loan Corporation and Mortgage Access in Two Cities*, in *Urban Geography*, Vol. 26, No. 8 2005, 707-736). Il Community Reinvestment Act prevede che le banche garantite dalla assicurazione sui depositi garantita dalla FDIC siano valutate periodicamente da agenzie federali, per determinare se offrano credito in modo coerente con "safe and sound operation" (Section 802 (b) e 804 (1)) nelle comunità locali ove operano.

⁵² Il tema dei conglomerati finanziari nell'UE è regolato dalla Direttiva 2002/87/UE relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, il cui provvedimento attuativo è il d.lgs. 30 maggio 2005, n. 142; v. MARTELLONI, *I conglomerati finanziari. Profili giuridici e approcci di vigilanza sui gruppi finanziari misti*, Padova, 2006.

⁵³ Anche in Italia si discusse, alla vigilia del TUB, se si dovessero tenere le attività in una sola struttura polifunzionale o fosse preferibile creare un gruppo; cfr. RIOLO, *Incerta competizione tra gruppi polifunzionali e banca universale*, in *Bancaria*, 1990, n. 4, 79; SALANITRO, *Gruppo polifunzionale e banca universale*, in *Dir. fall.*, 1990, I, 581. Poi la legge accettò di consentire entrambe le possibilità, ancorché la banca universale non "era negata dalla precedente disciplina del credito mediante un'esplicita preclusione, così come ora non è affermata da una statuizione esplicita positiva"; LAMANDA, *Commento all'art. 60*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001², 474.

alle altre attività⁵⁴. La crisi del 2008 non ha confermato le ipotesi.

La nuova legge non elimina la previsione del Bank Holding Company Act secondo il quale le istituzioni finanziarie (definite dalla legge come "società che offrono prodotti o servizi finanziari al dettaglio, quali finanziamenti, consulenza finanziaria o sugli investimenti, o assicurazione") non possono possedere attività non finanziarie e, reciprocamente, proibisce alle imprese non finanziarie di svolgere attività di banca commerciale. Il tema sull'opportunità di concedere alle banche di acquisire partecipazioni non finanziarie fu esaminato e qualche ricercatore⁵⁵ ritenne che una partecipazione di questo tipo potesse migliorare i risultati della partecipata, ma non si crearono mai le premesse affinché la limitazione fosse rimossa.

4. Negli anni Ottanta una crisi, che riguardò i soli Stati Uniti, costituì l'anticipazione di una buona parte dei problemi sperimentati a partire dal 2007. Il Garn-St. Germain Act del 1982 deregolò le *savings and loan association* (S&L), consentendo alle banche una serie di nuove possibilità. Fu loro permesso di investire in ogni tipo di attivo, non più solo nei mutui immobiliari a lungo termine, e fu tolto il limite agli interessi che potevano essere corrisposti ai depositanti – una caratteristica tradizionale nel sistema statunitense dall'epoca della Depressione – e fu consentito di erogare mutui immobiliari a tasso variabile, mantenendo la garanzia dell'assicurazione pubblica per i depositanti, fino ad un massimo di \$100,000. I depositanti che possedevano

⁵⁴ Nello stesso senso, CAPPIELLO, *La vigilanza sui conflitti di interesse nella "banca universale" e il ruolo della class action: l'esperienza statunitense e le iniziative italiane*, in *Giur. Comm.*, 2007, I, 46.

⁵⁵ BANERJI – NHEN – EAZUMDAR, *Universal Banking under Bilateral Information Asymmetry*, in *Journal of Financial Services Research*, 2002 (22), 169-187.

una cifra maggiore bastava si limitassero a dividere i fondi tra più S&L. Inoltre, poiché l'assicurazione federale copriva sia il deposito che gli interessi, i depositanti erano incentivati a rincorrere i saggi più elevati, senza curarsi della affidabilità della banca. Rapidamente a New York i *broker* offrirono il servizio di piazzare i depositi presso S&L disposte a pagare gli interessi più elevati.

All'inizio degli anni Ottanta il requisito di capitale richiesto alle S&L fu ridotto dal 6% al 3% degli impieghi. Inoltre fu consentito che la contribuzione di capitale, oltre che in denaro, potesse avvenire anche sotto forma di conferimento. Ciò consentì ad alcuni di conferire immobili a prezzi gonfiati, creando un patrimonio apparente, illusorio, e quindi in definitiva, di accrescere la leva. Le S&L finanziarono uno sviluppo immobiliare sconsiderato, che non era proporzionato alla presumibile domanda, operando più sul lato dei promotori e costruttori che concedendo mutui agli acquirenti finali. Quando la bolla scoppiò circa 500 S&L furono chiuse e altrettante furono fuse in istituzioni più solide, con un esborso, nel periodo tra il 1986 e il 1995, stimato in \$ 153 miliardi, dei quali \$ 124 ricaddero sulle spalle dei contribuenti, rendendo la crisi delle S&L la più costosa vicenda di crisi bancarie dall'epoca della Depressione⁵⁶. Ciò che per i contribuenti e per il paese costituì una costosa lezione sui pericoli e le non desiderate conseguenze della deregolamentazione, si rivelò una fortuna per un gruppo di banchieri di Wall Street. Salomon Brothers acquistò ai minimi gli impieghi delle S&L che – invano – cedevano attività per rimanere in gioco. Raggruppando molti mutui in un unico veicolo, isolato dalla

⁵⁶ CURRY – RHIBUT, *The Cost of the Savings and Loan Crisis: Truth and Consequences*, in *FDIC Banking Review*, December 2000, (<http://fcx.fdic.gov/>); FERGUSON, *The Ascent of Money*, cit., 260.

banca, li costituì come garanzia di nuove obbligazioni che un veicolo, con l'aiuto della banca, avrebbe emesso, in definitiva transustanzando contratti in titoli. Per la cronaca la prima emissione avvenne nel giugno del 1983⁵⁷. L'aspetto peculiare dello strumento, diffusosi rapidamente in tutto il mondo, negli Stati Uniti derivava dal fatto che Fanny Mae e Freddie Mac⁵⁸ godevano della garanzia implicita del governo federale (e il loro salvataggio nel 2008 dimostrò che l'assunto era corretto) e così, per estensione, ne godevano i mutui da esse assicurati. Pertanto i titoli emessi con la sottostante garanzia dei mutui assicurati da queste *Government Sponsored Enterprises* potevano essere rappresentati come (virtualmente) titoli governativi o, almeno, assistiti da una garanzia governativa e quindi potevano essere qualificati dalle agenzie di *rating* come titoli *investment grade*. Molti soggetti quali fondi pensione, università, banche, certi tipi di fondi comuni e di *hedge fund*, ovvero gestioni patrimoniali possono investire solo dal livello di *rating* che è qualificato come *investment grade*. Non è da dire che i mutui e le cartolarizzazioni sono stati quantomeno la causa scatenante della nuova crisi, che da questo punto di vista era annunciata e attesa da qualcuno⁵⁹.

Un altro tassello nella nascita della crisi è quasi certamente da ricondurre a una trasformazione importante nel ruolo svolto dalle banche d'affari, essenzialmente statunitensi, non ancora adeguatamente studiato. In sintesi, le banche d'affari sono passate da essere

⁵⁷ La vicenda è narrata da LEWIS, *Liar's Poker*, London, 1989, 78 ss. .

⁵⁸ Rispettivamente Federal National Mortgage Association e Federal Home Loan Mortgage Corporation: la prima è una società creata alle fine degli anni Trenta per garantire i fondi per il mercato immobiliare americano, formalmente società privata dalla fine degli anni Sessanta, come la seconda, che fu costituita nel 1970 per creare competizione con la prima.

⁵⁹ LEWIS, *The Big Short*, London, 2010 tratta la vicenda degli investitori che videro l'insostenibilità delle *securitization* dei mutui immobiliari e della bolla immobiliare.

partnership, a essere società quotate in borsa. Le due diverse situazioni hanno come risultato differenze enormi. Innanzitutto la *partnership* è essenzialmente una società chiusa il cui capitale è proprietà dei singoli banchieri, che rischiano non tanto il *bonus* di fine anno, quanto il loro patrimonio rappresentato dalle quote di capitale. L'ovvia conseguenza del rischio assunto è che tutti i *partner* sorvegliano l'operato dei loro pari, con una implicita riduzione del rischio globale, laddove in caso di quotazione molti hanno monetizzato parte del patrimonio in sede di offerta e in ogni caso la quota di capitale da ciascuno posseduta, una piccola frazione del totale diviene meno importante rispetto al *bonus*.⁶⁰ L'altro aspetto differenziale è che la capacità di attrarre capitali da parte di una quotata è incomparabilmente superiore a quello di una pur rispettata *partnership* e quindi, al crescere delle masse movimentate, diventa rilevante sul piano sistemico l'attività della banca d'affari⁶¹:

5. A mero titolo di confronto con i problemi e le soluzioni statunitensi, sui due temi portanti (rapporto banca – industria e assicurazione dei depositi) spendiamo poche pagine per ripercorrere la via ita-

⁶⁰ In un certo senso si torna alla teoria di BERLE –MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932 (tr. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, 1966).

⁶¹ Tornando al 1929, la storia della Goldman Sachs Trading Corporation, un *investment trust* che avrebbe dovuto veder un investimento di Goldman Sachs di \$ 10 milioni in un fondo di \$ 40 milioni e invece la vide con la stessa somma investitore in un fondo da \$100 milioni illustra una dinamica non diversa da quella delle imprese di John Law e chiarisce come le banche d'affari potessero creare un rischio sistemico operando in spazi interstiziali e facendo ricorso al mercato. Nello specifico Goldman Sachs sottoscrisse l'intero capitale del *trust* a \$ 100 per azione e ne collocò il 90% a \$ 104 per azione, verso al fine del 1928. A febbraio del 1929 le azioni del *trust* quotavano già \$ 225. In primavera il *trust* ne generò un secondo, Shenandoah Corp., del quale GSTC deteneva il 40%, che a sua volta generò Blue Ridge Corp. A quel punto Goldman Sachs, una *partnership* con un capitale di \$ 20 milioni controllava partecipazioni per \$ 500 milioni. Poi arrivò l'ottobre 1929. Cfr ENDLICH, *Goldman Sachs: The Culture of Success*, New York, 1999, 45-49.

liana.

5.1. La “commistione” tra banche e imprese industriali ha conosciuto alterne vicende: il massimo di integrazione venne raggiunto negli anni '20 del Novecento. La crisi degli anni Trenta fece maturare una profonda diffidenza verso gli intrecci tra capitale bancario e capitale industriale perciò si tendeva a bloccare tale commistione sia sul versante della partecipazione delle banche nelle industrie, sia delle partecipazioni delle industrie al capitale delle banche⁶².

In realtà la scelta a favore del principio di separatezza⁶³, che tanto faticosamente e lentamente era maturata, era in realtà più un *caveat* per il futuro che una disciplina esplicitamente dettata nella Legge Bancaria del '36. Infatti solo si prevedeva che l'Autorità di Vigilanza potesse vigilare sull'acquisto di partecipazioni da parte delle banche (allora: aziende di credito), per garantirne la liquidità. Che poi tali strumenti venissero usati anche per garantire il principio di separatezza dipendeva solo dalla prassi applicativa delle autorità di vigilanza (Banca d'Italia e CICR).

Sull'altro versante invece (la partecipazione da parte di imprese non finanziarie al capitale delle banche) la questione non si è posta in concreto fino alla fine degli anni Ottanta, perché i soggetti operanti sul mercato nazionale avevano una struttura proprietaria statica, normalmente o non contendibile o di diritto pubblico o di proprietà pubblica, come statica era la struttura del mercato bancario ingessato dal blocco delle autorizzazioni a nuovi operatori, fatta salva l'eccezione

⁶² COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, il Mulino, 2007⁴, 53; BERMOND, *La banca tra Grande Guerra e grande crisi*, in *Storia d'Italia. Annali*, 23, cit., 481

⁶³ Anche il principio di separatezza è una di quelle idee affermatesi dopo la crisi del 1929 in molti ordinamenti e venute meno alla fine degli anni Novanta.

per gli operatori creati con leggi speciali, spesso afferenti al credito speciale e di natura ovviamente pubblica⁶⁴.

Quella di garantire la separatezza restava una tipicità del nostro ordinamento, consentita dall'ordinamento comunitario che lascia alla facoltà degli Stati membri di emanare disposizioni più severe di quelle comunitarie. I tetti nazionali poi erano derogabili a favore di alcune banche in ragione delle dimensioni, dell'esperienza e delle caratteristiche organizzative; in pratica gli *ex* istituti di credito speciale potevano attingere alle più ampie soglie europee. In più, le Istruzioni di vigilanza fissavano anche limiti parametrati al patrimonio dell'impresa detenuta dalla banca e ciò, chiaramente, al solo fine di garantire il principio di separatezza.

Il superamento del principio avviene improvvisamente, e confusamente, con la delibera CICR 276/2008 del 29 luglio 2008 e con una norma inserita in uno dei vari provvedimenti anticrisi del 2008/9 (art.

⁶⁴ Le cose iniziano a cambiare dopo il recepimento della prima direttiva (77/780/CEE del 12 dicembre 1977, con il DPR 27 giugno 1985, n. 350). Il CICR assume nel 1987 una delibera *ad hoc* proprio per fissare i principi da applicare in materia di partecipazioni al capitale delle banche. Delibera di dubbia legittimità posto che l'art. 41 Cost pone una riserva di legge per i limiti all'iniziativa economica privata. Si approfitta della legge 287/90 per "regolarizzare" formalmente la situazione, ma sostanzialmente la disciplina resta immutata fino al TUB e fino al 2008 (a parte alcuni correttivi o per modificare previsioni che avevano dato luogo a problemi applicativi del d.lgs 481/92 o per coordinare la disciplina del TUB con la riforma societaria per tener conto della nuova possibilità di emissione – accanto alle azioni – di altri strumenti finanziari).

Per le imprese industriali invece il TUB fissa un tetto massimo, assoluto ed insuperabile al 15%, e comunque vieta che si possano assumere posizioni di controllo nelle banche: evidentemente per prevenire l'insorgere di situazioni di conflitto di interesse tra proprietà industriale e banca commerciale.

Sul versante delle partecipazioni delle banche al capitale delle imprese industriali invece operava la previsione dell'art. 53 (Vigilanza regolamentare) per cui la Banca d'Italia e CICR emanano "*disposizioni di carattere generale aventi ad oggetto: ... c) le partecipazioni detenibili d bis) l'informativa da rendere al pubblico sulle materia di cui alle lettere da a) a d)*".

In materia di partecipazioni detenibili la normativa comunitaria fornisce le linee guida ragguagliate tanto al patrimonio della banca partecipante che a quello della società partecipata. Però si tratta di limiti più ampi di quelli in concreto usati dalle nostre autorità di vigilanza, perché focalizzati solo sull'obiettivo del contenimento dei rischi.

14, l. 2/2009). Da un lato si subiva l'esigenza di adeguare l'ordinamento interno alla nuova disciplina comunitaria dettata dalla direttiva 2007/44 (*self-executing*), molto dettagliata in funzione di massima armonizzazione degli ordinamenti nazionali e dall'altro l'incombere della crisi generò per molte banche un immediato fabbisogno di risorse finanziarie sia a fini di stabilità e di tutela dei risparmiatori, sia di mantenimento dei flussi creditizi a sostegno dell'economia reale, posto che le imprese hanno bisogno ancor più ingenti finanziamenti in tempo di crisi.

Quindi la delibera CICR apre la strada ad un consistente alleggerimento della griglia autorizzativa per le partecipazioni in imprese finanziarie che possono essere assunte senza obblighi di autorizzazione; semmai le istruzioni possono imporre l'obbligo di autorizzazione ma solo a fini di stabilità e al fine di evitare ostacoli all'esercizio della vigilanza su base consolidata (per imprese extracomunitarie). Per le partecipazioni industriali si rinvia alle istruzioni e alla direttiva (15%-60% 3%-15%)

Infine la delibera CICR stabilisce due ulteriori linee di interventi sempre rimesse alla discrezionalità della banca d'Italia connesse al fine del contenimento dei rischi relativi alle partecipazioni industriali detenibili, ossia "Partecipazioni in imprese in stato di difficoltà" per la cui acquisizione possono essere disposte apposite "cautele procedurali tra cui la sussistenza di un piano di riequilibrio economico e finanziario" e possibilità di intervenire per prevenire conflitti di interessi, ad esempio mediante entità dedicata.

Per il versante delle partecipazioni al capitale delle banche, quindi per rimuovere la barriera posta dall'art. 19 TUB commi 6 e 7 alla proprietà industriale delle banche la vicenda è stata più complessa

essendo necessario un intervento normativo. Ricordiamo: la direttiva 5 settembre 2007/44 era stata adottata per rimuovere gli ostacoli che ancora permanevano nelle legislazioni nazionali alle fusioni transfrontaliere e perciò il legislatore comunitario opta per una disciplina di massima armonizzazione.

La direttiva 2007/44 indica dunque un numero limitato di condizioni omogenee (di natura rigorosamente prudenziale) che devono essere valutate dalle autorità nazionali con riferimento alle operazioni nazionali e alle operazioni transfrontaliere (art. 19 *bis*, par 1) e impone agli Stati membri di astenersi dall'imporre condizioni preliminari per quanto concerne il livello delle partecipazioni da acquisire.

Rispetto a questa previsione la disciplina italiana sul tetto massimo alle partecipazioni industriali *ex art 19 TUB* comma 6 e 7 è evidentemente in contrasto insanabile: per procedere secondo le regole si sarebbe dovuto recepire la direttiva con decreto legislativo, che avrebbe organicamente adeguato le condizioni e procedure per autorizzare le partecipazioni (industriali e non) nel capitale delle banche; invece, stante che il termine per il recepimento scadeva il 21 marzo 2009, si decide di accelerare i tempi stralciando una parte dell'adeguamento e si provvede mediante il decreto anticrisi 185/2008, l. 2/2009, che all'art. 14 (ora abrogato) ha abrogato i commi 6 e 7 dell'art. 19 TUB eliminando così il tetto del 15% alla partecipazione industriale al capitale delle banche⁶⁵.

Come sappiamo il senso di un'intera disciplina normativa può cambiare per semplice sottrazione di parti del tessuto normativo preesistente. È ciò che è accaduto all'art. 19, che comunque una volta am-

⁶⁵ Diviene quindi possibile per General Electric acquistare il controllo di Interbanca.

putato ha mantenuto un univoco contenuto significante, ossia di attribuire alla Banca d'Italia una doppia funzione, prima regolamentare e poi autorizzatoria. Anzi l'abrogazione del divieto ha in un certo senso aumentato l'ampiezza sia del potere regolamentare sia del potere autorizzatorio puntuale della Banca d'Italia.

Restava il problema della soglia minima che faccia scattare l'obbligo di richiedere l'autorizzazione, poiché l'art. 19 al primo comma prevedeva una soglia del 5% del capitale fornito di voto, mentre la direttiva fissa il limite del 10%. Questo problema è stato risolto con una comunicazione al mercato da parte del Governatore, di intesa con il Ministro dell'economia, nel quale si qualificano le norme europee come direttamente applicabili. Mentre le istruzioni della Banca d'Italia sono ancora in corso di elaborazione, si è proceduto a una riscrittura organica dell'art. 19 per opera della l. 27 gennaio 2010, n. 21.

5.2 Il tema, la cui rilevanza nel contesto si chiarirà più avanti, è strutturalmente diverso in Italia rispetto a come si pone negli USA. I fondi italiani, aperti o chiusi, mobiliari o immobiliari, aperti all'investitore *retail*, riservati o speculativi, sono sempre gestiti da un soggetto autonomo, la SGR, capitalizzato, soggetto a vigilanza, con un livello di rischio evidentemente modesto. Senza entrare nelle complesse ramificazioni, si deve inizialmente rilevare come dall'analisi delle istruzioni di Vigilanza per le banche⁶⁶, non sussistano obblighi o limitazioni specifiche in merito alla possibilità di investire il proprio patrimonio in parti di OICR. Al contrario, tali investimenti comportano

⁶⁶ Circolare Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999

conseguenze sul calcolo del requisito del patrimonio di vigilanza⁶⁷, per poter individuare le quali conseguenze occorre, però, verificare se gli investimenti sono classificati tra le attività della banca quali attività disponibili per la vendita, detenute fino a scadenza, ovvero quali attività finanziarie detenute per la negoziazione. I filtri prudenziali da utilizzare variano a seconda della metodologia di calcolo del patrimonio utilizzata (metodologia standardizzata o metodo basato sui rating interni) e a seconda del fatto che gli OICR oggetto di investimento appartengano al medesimo gruppo dell'ente creditizio o meno, aspetto rilevante ai fini del computo delle regole prudenziali sulla concentrazione dei rischi.

Ma il punto rilevante è che la partecipazione di una banca ad un OICR può qualificarsi come un investimento indiretto e quindi si pone il problema se sia possibile adottare, ai fini dei limiti quantitativi alle partecipazioni detenibili, un approccio cd. *look through*, che tiene conto dell'effettiva conoscenza degli investimenti effettuati dal veicolo impiegato, secondo criteri coerenti con quelli adottati nell'ambito della disciplina del rischio di credito. La conseguenza dell'applicare questo approccio è l'imputazione nei limiti prudenziali degli investimenti finali nelle imprese partecipate dal fondo⁶⁸. Il tema è stato posto in modo formalizzato dalla Banca d'Italia attraverso un documento di consultazione⁶⁹, che per ora non si è tradotto in una posizione uff-

⁶⁷ Circolare Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006

⁶⁸ Se la banca partecipa al fondo con una quota del 15% e il fondo detiene una partecipazione in una società pari al 30% secondo l'approccio *look through* sarebbe come se la banca detenesse direttamente il 4,5% (15% x 30%).

⁶⁹ BANCA D'ITALIA, *Documento per la consultazione. Disposizioni di vigilanza sulle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari*, Roma, dicembre 2009 (<http://www.bancaditalia.it>).

ciale⁷⁰. L'approccio della Banca d'Italia è di valutare la partecipazione al fondo con le logiche che appartengono alla partecipazione in società, sottovalutando il fatto che il fondo non è autocefalo, ma è eterodiretto dalla SGR e, quindi, l'essere un partecipante al fondo di per sé non attribuisce alcun potere. Il punto da esaminare, in effetti, è piuttosto l'interdipendenza tra tre fattori, ossia la composizione dell'azionariato – e il conseguente assetto di governo societario – della SGR, la quantità e il peso relativo degli investitori nel fondo e, infine, il numero di investimenti del fondo e la loro concentrazione, considerando che i soci della SGR possono essere anche sottoscrittori del fondo. Non deve peraltro essere sottovalutata la preoccupazione che emerge dalla lettura del documento, ossia il possibile uso strumentale degli OICR al fine di creare una via indiretta per rendere possibili investimenti preclusi in via normale, preoccupazione che si rinviene in filigrana nella nuova lettera dell'art. 1, lett. j), del TUF⁷¹.

5.3. Il sistema italiano prevede, a seguito di una direttiva comunitaria (94/19/CE del 30 maggio 1994⁷²), l'obbligatoria adesione delle

⁷⁰ La risposta da parte dell'associazione di categoria è *Osservazioni AIFI sul Documento di consultazione Banca d'Italia relativo alle "Disposizioni di vigilanza sulle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari"*, del 30 marzo 2010.

⁷¹ Come modificata dall'art. 32.1 del d.l. 31 maggio 2010, n. 78, convertito nella l. 30 luglio 2010, n. 122.

⁷² L'adeguamento dell'ordinamento è avvenuto con il d. lgs. 4 dicembre 1996, n. 659, che ha modificato il TUB aggiungendo l'intera sezione IV al titolo IV, emanato sulla base della delega contenuta nell'art. 23 della l. 23 dicembre 1996, n. 52. Sul tema, cfr. A. NIGRO, *Tutela dei depositi*, in *Dir. banc.*, 1995, II, 3; BOCCUZZI, *Il sistema di garanzia dei depositi*, in P. FERRO LUZZI – ZASTALDI (a cura di), *La nuova legge bancaria*, Milano, 1996, II, 1632; GUALANDRI, *Il quadro normativo*, in ONADO (a cura di), *La banca come impresa*, il Mulino, 1996, 92; PIEPOLI, *Diritto bancario europeo e garanzia dei depositi*, in *Banca impresa società*, 1996, p. 41; VATTERMOLI, *Il nuovo sistema di tutela dei depositanti*, in *Dir. banc.*, 1997, 15; CERCONE, *Il recepimento della direttiva CEE 94/19 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi mediante il D.lgs. 4 dicembre 1996, n. 659*, in A. NAPOLITANO, *Appendice di aggiornamento a* in P. FERRO LUZZI –

banche ad un sistema di garanzia dei depositanti, sostanzialmente conforme al precedente assetto di autoregolamentazione⁷³. Il sistema, in estrema sintesi, è alimentato dagli impegni (non dai versamenti) dei partecipanti e ciascuna banca concorre al finanziamento degli interventi in proporzione alla propria base contributiva, calcolata come somma della massa fiduciaria e degli impieghi per cassa, dedotti i fondi patrimoniali⁷⁴. Gli interventi possono essere deliberati a favore di banche in liquidazione coatta amministrativa⁷⁵, con l'approvazione della Banca d'Italia e tutelano sia i depositanti che alcuni tipi di credito verso le banche⁷⁶. Il sistema tutela solo i depositi fino a determinati importi, considerati convenzionalmente come lasciati dal depositante inconsapevole, implicitamente ponendo sui depositanti di somme maggiori (e sulle banche, che non sono garantite) l'onere di scegliere

CASTALDI (a cura di), *La nuova legge bancaria*, cit., IV, 167; BOCCUZZI, *La crisi dell'impresa bancaria*, Milano, 1998, 415; BONFATTI – NATTERMOLI, *I sistemi di garanzia dei depositanti*, in PANZANI (a cura di), *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, Torino, 2000, V, 487.

⁷³ I due organismi di autoregolamentazione sono il Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo (già Fondo Centrale di Garanzia delle C.R.A.) e il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi.

⁷⁴ MONTANARO, *L'assicurazione dei depositi in Italia*, in *Banca impresa società*, 1995, 388 indica come il premio non sia correlato al rischio, anche in funzione dei sistemi correttivi della formula, che comportano un aggravio per le banche piccole e una detrazione per le maggiori.

⁷⁵ L'art. 96-bis, comma 1, prevede la possibilità di ulteriori casi e forme di intervento e ricorda CERCONE, *Commento all'art. 96-bis*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., II, 761 che sia il Fondo Interbancario che il Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo hanno previsto nei rispettivi statuti la possibilità di intervento nell'ipotesi di amministrazione straordinaria, sul presupposto che un tempestivo intervento possa servire ad evitare un più oneroso intervento successivo. La funzione anticrisi dei fondi era già stata sottolineata, cfr. BANI, *Fondo interbancario di tutela dei depositi in funzione anticrisi*, in RESTUCCIA (a cura di), *La prevenzione della crisi bancaria nell'ordinamento italiano e comunitario*, Napoli, 1996, 246.

⁷⁶ La tutela è integrale per i depositi fino a 100.000 euro, al 75% per i depositi tra 100.000 e 600.000 euro, nonché è prevista per i crediti delle banche derivanti da conti reciproci per servizi resi, ma – come detto – non per i depositi; cfr. TARANTOLA RONCHI, *Fondamenti ed evoluzione della regolamentazione creditizia*, in TARANTOLA RONCHI – HARENTE – RENTOSI, *La vigilanza sulle banche e sui gruppi creditizi*, Bologna, 1996, 24.

e controllare il proprio interlocutore⁷⁷. Un'ulteriore, più sofisticata, critica al sistema dell'assicurazione sui depositi, pure se in presenza di un sistema di correlazione tra il patrimonio dell'intermediario e la sua operatività è che, ove strutturato il sistema con un premio ad aliquota fissa, per un verso si riduce la percezione del rischio e, dall'altro, aumenta la propensione a sostituire le attività meno redditizie con quelle marginali e più rischiose⁷⁸.

In precedenza la garanzia ai depositanti era fornita da un meccanismo noto come decreto Sindona, cioè il D.M. Tesoro 24 settembre 1974, che autorizza la Banca d'Italia (ma non la obbliga: si tratta di un provvedimento discrezionale⁷⁹) a concedere anticipazioni a 24 mesi al tasso dell'1% a favore delle banche che intervengono a tutela dei depositanti di aziende sottoposte a liquidazione coatta amministrativa e che devono ammortizzare le connesse perdite⁸⁰.

Posto che la linea di tendenza in tema di salvataggi bancari continua ad essere quella di gestire le crisi procedendo attraverso una liquidazione tecnica e la continuazione nell'attività d'impresa realizzata con la cessione aggre-

⁷⁷ TARANTOLA RONCHI, *Fondamenti ed evoluzione della regolamentazione creditizia*, cit., 24.

⁷⁸ KHOEN – OANTOMERO, *Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk*, in *The Journal of Finance*, 1980, 15, 1235; GABBI, *Obiettivi delle vigilanza e regolamentazione consensuale nel mercato bancario*, in CARRETTA (a cura di), *Banche e intermediari non bancari: concorrenza e regolamentazione*, Roma, 1998, 133.

⁷⁹ COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit., 760. Sul decreto Sindona, da ultimo, BOCCUZZI, *La gestione delle crisi bancarie tra discrezionalità e mercato*, in AA.VV., *Scritti in onore di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, I, 90.

⁸⁰ Il sistema fu ampiamente utilizzato, dando buona prova di sé anche in casi complessi e di dimensioni importanti quali la liquidazione del Banco Ambrosiano, ma non è più stato impiegato per diversi anni ed è stato oggetto di critica, proprio in quanto scarica l'onere del salvataggio sui conti pubblici; DESARIO, *L'attività di vigilanza e le crisi bancarie*, in BELLI – LINERVINI – NATRONI GRIFFI – IORZIO (a cura di), *Banche in crisi (1960 1985)*, Bari, 1987, 41; MINERVINI, *Note sull'assicurazione dei depositi bancari*, ivi, 181; PORZIO, *Crisi e salvataggio delle banche*, in BROZZETTI – OANTORO (a cura di), *Le direttive comunitarie in materia bancaria nell'ordinamento italiano*, Milano, 1990, 229, PORZIO, *Note sulla responsabilità civile della Banca d'Italia come prestatore di ultima istanza*, in *Dir. banc.*, 1999, I, 205.

gata, si manifesta la possibilità che i due sistemi vadano a coesistere, impiegandosi i sistemi di indennizzo non tanto a favore dei depositanti di piccoli importi, quanto della banca cessionaria, e, per la parte non coperta dai fondi, intervenendo la mano pubblica a favore della banca stessa, con il collaudato strumento del D.M. 24 settembre 1974⁸¹.

Per quanto riguarda i rapporti interbancari, è da ricordare che il mercato interbancario nacque come una serie di scambi di fatto e non come mercato nel senso di luogo (fisico o elettronico poco importa) ove avvengono gli scambi. Di fatto oggi esiste un vero mercato, l'e-MID, che è l'unico mercato interbancario elettronico dei depositi in Europa ed USA. Fondato in Italia nel 1990 per le negoziazioni in Lire, il mercato fu ridenominato in Euro nel 1999. Ad oggi sono negoziati depositi in quattro valute: euro, dollari, sterline e zloty polacchi con scadenze che vanno da un giorno (*overnight*) a un anno.

Partecipano al mercato enti creditizi e imprese di investimento, italiane ed estere, anche in forma remota. Le proposte possono essere inserite nel circuito di negoziazione da tutti i partecipanti e sono impegnative nei confronti degli altri aderenti; le transazioni sono comunque concluse all'interno dei limiti delle linee di credito concordate direttamente fra gli operatori su base bilaterale. Il regolamento dei contratti avviene attraverso il sistema TARGET2. Da settembre 2000 l'e-MID SIM S.p.A., gestore del mercato, ha attivato il mercato telematico e-MIDER per la negoziazione degli *Overnight Indexed Swaps* (OIS) sul tasso Eonia (*Euro OverNight Index Average*). Il gestore è una società partecipata da ABI e da 29 banche.

Alla fine del 2008, visti gli effetti delle gravi tensioni sui merca-

⁸¹ BONFATTI – NATTERMOLI, *I sistemi di garanzia dei depositanti*, cit., 509.

ti finanziari e monetari mondiali, al fine di ripristinare condizioni di ordinato funzionamento dei circuiti interbancari, la Banca d'Italia alla fine del 2008 ha proposto e poi attuato un sistema nel quale, sfruttando la piattaforma e-MID, essa si poneva come controparte centrale⁸², fatto che di per sé non costituisce l'assicurazione dei depositi interbancari, ma è un potente strumento di mitigazione del rischio. Da questa esperienza è nata una nuova piattaforma, il MIC, sempre gestita da e-MID SIM⁸³.

6. Il dibattito successivo alla crisi non può essere riassunto, ma si può schematicamente dire che le tesi più diffuse possono essere riassunte in due tipi di suggerimenti. Il primo era di tornare al Glass – Steagall Act, con la variante di proibire solo i conglomerati finanziari, l'altro era di tassare la rischiosità implicita nell'attività svolta.

Quanto al secondo tipo di prospettiva, si suggeriva di non porre *ex ante* restrizioni alla possibilità di salvataggi, ma porre un limite alla inevitabile distorsione del mercato data dalla possibilità di essere salvati attraverso la regolazione o con altri interventi *ex ante*, in particolare ponendo a carico degli intermediari un'imposta sulle passività a breve, scelta che può anche essere letta come un'imposta attività di trasformazione delle scadenze⁸⁴.

⁸² Comunicazioni n. 1 del 16 gennaio 2009, n. 2 del 27 febbraio 2009 e n. 3 del 27 marzo 2009 della Banca d'Italia relativamente alle Condizioni di Garanzia dei Contratti conclusi nel comparto anonimo garantito in euro del mercato e-MID.

⁸³ Il MIC è una sezione del mercato interbancario, per i depositi garantiti, con scadenze che vanno dall'*overnight* a un anno, con negoziazioni anonime e un sistema di gestione delle garanzie svolto dalla Cassa di Compensazione e Garanzia, che funge da controparte centrale. Inoltre il 10% delle garanzie prestate da ciascun membro svolge la funzione di fondo di garanzia a fronte di eventuali inadempienze. Possono accedere banche comunitarie ed extra-comunitarie, con il limite che può partecipare un sola banca per ciascun gruppo bancario.

⁸⁴ KEISTER, *Bailouts and Financial Fragility*, Federal Reserve Bank of New York

Il dibattito, naturalmente, si svolse anche fuori dagli Stati Uniti e merita ricordare che nel Regno Unito non è ancora terminato. La posizione di Mervyn King, Governor della Bank of England, è a favore di una regola del tipo Glass-Steagall per impedire che i depositi dei risparmiatori comuni siano impiegati in attività di *investment banking*. “Esistono buoni argomenti a favore di una separazione tra le funzioni *utility* della banca ordinaria che riceve i depositi delle famiglie e gestisce il sistema dei pagamenti dal *casino trading* di un'*investment bank*, e buoni argomenti contro: la difficoltà di mantenere una credibile divisione tra le istituzioni che possono ricevere supporto governativo e quelle che non possono”⁸⁵. D'altro canto Lord Turner, presidente della FSA, ha recentemente sostenuto che né Basilea 3 né il risolvere il problema del *too big to fail* attraverso una migliore gestione delle crisi sono sufficienti ad assicurare la stabilità, proponendo requisiti di capitale ben superiori agli standard di Basilea 3 e aggiungendo un incremento nel capitale di vigilanza per le banche importanti sul piano sistemico⁸⁶. Gli altri ingredienti da considerare sono la gestione dei rischi potenziali derivanti dallo *shadow banking* e il totale della trasformazione delle scadenze che il sistema finanziario realizza, concludendo che è vitale l'importanza della vigilanza macro prudenziale concentrata sui livelli totali e la dinamica della leva e della trasforma-

Staff Reports, no. 473, September 2010, 23.

⁸⁵ JAGGER, *Bank of England Governor Mervyn King weighs case for forcing banks to split their operations*, in *The Times*, 9 Aprile 2009.

⁸⁶ A proposito della Gran Bretagna, c'è chi ha sostenuto che in casi estremi, come si verificarono per Northern Rock, i requisiti di capitale ponderati per il rischio non siano adatti a prevenire la corsa agli sportelli, mentre si dovrebbe puntare su indici di liquidità; cfr. BORTOLOTTI – RONG SHIN, *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, MCR, 2009, 91. Infatti la Banca d'Italia dall'autunno 2008 ha cominciato a chiedere alle banche di fornire un prospetto delle fonti e delle prospettive della loro liquidità e il Comitato di Basilea ha sviluppato il *Liquidity Coverage Ratio*, con orizzonte a un mese, e il *Net Stable Funding Ratio* che ha orizzonte a un anno.

zione delle scadenze, invocando la possibilità di risposte discrezionali e variabili durante il ciclo economico, senza credere più che sia possibile redigere un complesso di regole sufficienti per sè stesse ad assicurare la stabilità⁸⁷.

Infine deve essere considerata la posizione della Independent Commission on Banking, la cui istituzione fu annunciata il 16 giugno 2010 dal Cancelliere dello Scacchiere, che è presieduta dall'accademico oxoniense Sir John Vickers e composta da quattro membri. La Commission deve formulare i suggerimenti per una riforma del sistema bancario, al fine di promuovere la stabilità finanziaria e la competizione, con l'obbligo di consegnare al Cabinet Committee on Banking Reform (un comitato governativo *ad hoc*) la propria relazione entro la fine di settembre 2011. La Commissione ha reso pubblico l'11 aprile 2011 uno *Interim Report - Consultation on Reform Options*. Le considerazioni sono, naturalmente, ancora in via di definizione. La Commissione ritiene che le banche debbano avere maggior capacità di assorbire le perdite e/o una struttura più semplice e sicura. Un approccio regolamentare strutturalmente radicale potrebbe richiedere ad esempio che la banca ordinaria per i consumatori e l'attività di *investment banking* fossero in imprese totalmente separate. Un altro approccio radicale potrebbe prevedere un *laisser-faire* quanto alla struttura, cercando di ottenere la stabilità ponendo requisiti di capitale molto elevati. Tuttavia la Commissione ritiene che una combinazione di soluzioni moderate sui fronti dell'adeguatezza patrimoniale e della struttura costituisca l'approccio più efficace.

La Commissione ritiene che il requisito del 7% di capitale pon-

⁸⁷ TURNER, *Leverage, Maturity Transformation and Financial Stability: Challenges beyond Basel III*, discorso alla Cass Business School, 16 Marzo 2011.

derato per gli impieghi nel *Tier 1* imposto da Basilea 3 sia una base che deve essere incrementata al 10% per le banche importanti sul piano sistemico, aggiungendosi al quadro la possibilità di convertire in capitale certi tipi di debito, in caso di assorbimento di perdite.

Sotto l'aspetto strutturale della riforma il quesito è se debbano essere distinte in qualche forma la banca ordinaria per i consumatori e l'attività di *investment banking*. La piena separazione in soggetti separati, con limitazioni al possesso incrociato potrebbe costituire la miglior protezione al contagio per effettori shock esterni, ma farebbe perdere i benefici derivanti dall'operatività della banca universale. Pertanto la Commissione sta considerando forme di separazione che vedono la banca ordinaria per i consumatori come una società separata all'interno del gruppo.

Il tema è trattato in modo non diverso in Svizzera, paese nel quale, come nel Regno Unito, il peso delle attività finanziarie è proporzionato rispetto al PIL, guardando alla media dei paesi OCSE. Il Rapporto finale della Commissione di esperti sulla limitazione dei rischi economici dovuti alle grandi imprese, del 20 ottobre 2010⁸⁸, che ha dato il via al processo di produzione legislativa noto come progetto di legge “*too big to fail*”⁸⁹, indica che per le due banche con rilevanza sistemica, Credit Suisse e UBS, sulla base della posizione sul mercato e della dimensione del momento, le esigenze in materia di fondi propri ammontano complessivamente a circa il 19% degli attivi ponderati in funzione del rischio, secondo i parametri di calcolo previsti da Basilea III. Secondo il rapporto il 10% degli attivi ponderati in funzione del rischio deve essere *common equity* (definito come capitale proprio di

⁸⁸ Disponibile alla pagina <http://www.sif.admin.ch>

⁸⁹ Il 20 aprile 2011 il Consiglio federale ha sottoposto al Parlamento il messaggio, ossia come diremmo noi: la proposta, per il rafforzamento della stabilità nel settore finanziario.

prima qualità sotto forma di capitale versato, riserve aperte e utili riportati previa deduzione degli adeguamenti regolatori quali l'avviamento e gli oneri fiscali differiti), al quale deve essere sommato un 9% raccolto attraverso l'emissione di prestiti condizionali obbligatoriamente convertibili (*contingent convertible bonds* o *CoCos*). Questi prestiti convertibili si trasformano automaticamente in capitale proprio non appena la quota di capitale proprio scende al di sotto di una soglia predefinita (*trigger*), che viene indicata nel 7%⁹⁰. È notevole come questi valori siano situati a un livello ben superiore ai requisiti minimi di Basilea III.

7. La Section 619 della Dodd-Frank, universalmente nota come Volcker Rule, deriva da una proposta di Paul Volcker, stimato *ex-presidente* del Board of Governors della Federal Reserve. Nel testo approvato dal Senato in Commissione, la Volcker Rule avrebbe impedito alle banche e alle holding bancarie capogruppo di (i) promuovere *hedge fund* o fondi di *private equity* e divenirne investitori e (ii) svolgere attività di *proprietary trading*, ossia di negoziare strumenti finanziari per conto proprio, consentendo la negoziazione solo per conto della clientela, quella che noi chiamiamo "esecuzione di ordini per conto dei clienti".

Il motivo della (proposta) proibizione era di dividere i soggetti che godono dell'assicurazione federale sui depositi da quelli che non ne godono, per evitare che i primi, i quali grazie all'aiuto federale fruiscono di un costo inferiore nella raccolta, impieghino quanto raccolto in attività ad alto rischio e altresì per impedire che di nuovo si ponesse il problema di salvare

⁹⁰ Resta da dire che il *trigger event*, ossia l'evento che crea l'obbligo di conversione forzata, non è ancora mai avvenuto in situazione di crisi e, dunque, potrebbe sembrare poco prudente affidare la stabilità, sotto il profilo della sussistenza del capitale, a uno strumento il cui uso non è sperimentato.

con denaro federale, e quindi dei contribuenti, chi aveva svolto attività rischiose di carattere non strettamente bancario⁹¹.

Un corollario di questa considerazione è che esiste un'utilità sociale nell'attività bancaria non solo e non tanto nell'essere il cuore del sistema dei pagamenti, quanto perché le banche trasformano le scadenze e quindi l'utilità sociale generale giustifica il costo collettivo (a carico del contribuente negli Stati Uniti, a carico degli utenti del sistema bancario da noi) derivante dallo stendere la rete di protezione.

Le grandi istituzioni finanziarie si opposero alla proposta attraverso l'attività di *lobbying* e alla fine del processo legislativo il compromesso raggiunto ridusse notevolmente la portata della Volcker Rule.

La Section 619 aggiunge una nuova Section 13 al Bank Holding Company Act of 1956, norma che proibisce il *proprietary trading* e la promozione di, o l'investimento in, *hedge fund* e fondi di *private equity* da parte di “*banking entities*”, soggetti definiti come istituzioni che accettano depositi assicurati, le loro *holding companies*, i soggetti non statunitensi ad esse parificate e le controllate. Si prevede anche una serie di esenzioni dalla Volcker Rule nei casi delle “attività consentite”, che comprendono, oltre alle operazioni svolte nell'interesse dei clienti, e agli investimenti e alle attività condotte “*solely*” fuori dagli Stati Uniti da parte di banche non statunitensi e loro controllate, autorizzate all'esercizio dell'attività in forza del Bank Holding Company Act, (i) di investire fino al 3% del proprio capitale di Tier 1 in *hedge fund* o in fondi di *private equity*⁹², (ii) negoziare titoli governativi, (iii) operare in derivati a scopo di mitigare il rischio sulle pro-

⁹¹ L'attività bancaria negli Stati Uniti è tradizionalmente quella definita come la raccolta di fondi ed erogazione di finanziamenti svolte dal medesimo soggetto.

⁹² Purché l'investimento non ecceda il 3% dell'ammontare nel patrimonio del singolo fondo.

prie esposizioni, (iv) investire attraverso compagnie assicurative controllate e (v) investire in piccole società di investimento. Le agenzie governative incaricate di rendere effettiva la regola possono anche concedere esenzioni e consentire lo svolgimento di qualsiasi altra attività che secondo la loro determinazione possa promuovere e proteggere la stabilità e la corretta gestione dell'ente creditizio e la stabilità finanziaria degli Stati Uniti. La Volcker Rule proibisce altresì a qualsiasi ente creditizio che agisce come *investment adviser* o gestore di *hedge fund* o di un fondo di *private equity* (e qualsiasi collegata a tale soggetto), ovvero che lo istituisca e offra, dallo svolgere attività creditizia con quel fondo o qualsiasi altro fondo che sia controllato dal fondo.

La Volcker Rule inoltre impone al Board of Governors of the Federal Reserve System (the "FRB") di prevedere requisiti addizionali di capitale e ulteriori limiti quantitativi relativamente al *proprietary trading* e alla promozione e investimento in *hedge fund* o fondi di *private equity* da parte di società finanziarie non bancarie, incluse la società finanziarie non bancarie non statunitensi, che il Financial Stability Oversight Council, soggetto che viene istituito dalla Dodd-Frank, al Titolo I, determini debbano essere assoggettate alla supervisione della Fed.

Una operazione o attività non può essere qualificata come attività permessa in alcuni casi:

- se comporti o risulti in un "grave conflitto di interessi", secondo quanto verrà indicato dalla normative secondaria, tra l'ente creditizio e i suoi clienti o le controparti;

- risulti, direttamente o indirettamente, una significativa esposizione da parte dell'ente creditizio a "impieghi ad alto rischio" ovvero "strategie di *trading* ad alto rischio", il tutto sempre secondo quanto verrà indicato dalla normative secondaria;

- costituisca una minaccia alla sana gestione dell' ente creditizio; oppure
- costituisca una minaccia alla stabilità finanziaria degli Stati Uniti.

Il compromesso raggiunto prevede anche un'entrata a regime molto lenta, tanto che le regole relative alla negoziazione per conto proprio e agli investimenti in partecipazioni di capitale potranno entrare in vigore sino a sette anni dopo l'emanazione del Dodd-Frank Act. Infatti la Volcker Rule entrerà in vigore al ricorrere del primo tra un anno dall'adozione della normativa secondaria o due anni dalla promulgazione della legge, ossia il 21 luglio 2012. Gli enti creditizi e le società non bancarie soggette alla Dodd-Frank dovranno rispettare nei loro investimenti e attività la Rule non più tardi di due anni dopo l'entrata in vigore, con la facoltà della Fed di concedere proroghe di un anno, per tre volte.

L'intero impianto della legge prevede che una parte notevole delle regole di secondo livello siano adottate dopo che varie agenzie federali abbiano svolto studi specifici⁹³. In particolare, lo studio preliminare all'adozione di norme regolamentari attuative della Section 619 è affidato al Financial Stability Oversight Council⁹⁴, che nel gen-

⁹³ INDIVIGLIO, *Can You Guess How Many Studies Financial Reform Requires?*, in *The Atlantic*, 5 giugno 2010 indica che, sia pur con qualche sovrapposizione, il numero degli studi da compiere è 74.

⁹⁴ Il Financial Stability Oversight Council (FSOC) ha l'espresso mandato di identificare i rischi e rispondere alle minacce alla stabilità finanziaria. Il FSOC è composto da dieci membri votanti – nove agenzie federali di regolazione finanziaria e un membro indipendente con competenza assicurativa – e cinque non votanti, presieduto dal Segretario al Tesoro.

I membri votanti sono, oltre al Segretario al Tesoro, sono il Presidente del *Board of Governors* della Federal Reserve System, il Comptroller of the Currency, il Direttore del Consumer Financial Protection Bureau, il Presidente della Securities and Exchange Commission, il Presidente della Federal Deposit Insurance Corporation, il Presidente della Commodity Futures Trading Commission, il Direttore della Federal Housing Finance Agency, il Presidente della National Credit Union Administration Board e un membro indipendente con competenza assicurativa nominato dal Presidente e confermato dal Senato, con un mandato di sei anni.

I membri non votanti, che hanno funzione consultiva, sono il Direttore dell'OFR, il

naio 2011 ha prodotto un documento preliminare⁹⁵. Non è da dire che per ora si tratta essenzialmente di una proposta che suggerisce di aggiungere stati di *compliance*, flussi di informazioni e poco altro, secondo lo stesso modello logico applicato dalla SOX, dimenticando che Lehman fallì perché con i cd. Repo 105 aveva fatto entrare e uscire dal bilancio, agevolmente, operazioni enormi, senza – pare – esplicitamente violare la legge.

È da precisare che lo scopo della Volcker Rule non risulta essere mai stato quello di risolvere il problema del *too big to fail*, che ovviamente può essere risolto in solo modo razionale, anche se politicamente forse non percorribile, ossia con quello che in gergo italiano si chiama lo "spezzatino". Il tema del *too big to fail* nel Dodd-Frank Act si interseca con i lavori del Comitato di Basilea, volti a creare un nuovo sistema, il cd. Basilea III⁹⁶.

8. Il sistema bancario rischiò il collasso dopo il settembre 2008 in quanto la forte interconnessione, quantomeno tra i maggiori operatori,

Direttore del Federal Insurance Office, un commissario assicurativo statale, un commissario di un organo di supervisione bancaria statale e un commissario di un organo di supervisione di mercato statale. I tre membri delle organizzazioni statali sono nominati per due anni.

⁹⁵ Financial Stability Oversight Council, *Study & Recommendations On Prohibitions On Proprietary Trading & Certain Relationships With Hedge Funds & Private Equity Funds Completed Pursuant To Section 619 Of The Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act*, 2011.

⁹⁶ Mentre scriviamo si ha notizia che il 25 giugno 2011 il Comitato ha approvato la bozza di un documento di consultazione, che prevede un cuscinetto addizionale, da 1% a 2,5%, al Common Equity Tier 1. Lo scopo è chiaramente di costringere chi sia gravato dal carico addizionale a ridursi in dimensione, vendendo attività, per sfuggire alla "tassa". Il risultato è da valutare, ma la differenza rispetto a oggi nel supporto implicito che il mercato si aspetta è evidente: oggi nessuno può dire chi sarebbe salvato in caso di una nuova crisi, mentre con questo sistema si stabilirebbero fasce di importanza relativa. Di conseguenza il *moral hazard* avrebbe pronta una classifica, potendo scommettere sul fatto che le banche di prima fascia sarebbero certamente salvate, quelle di seconda probabilmente lo sarebbero e via decrescendo le probabilità.

consentì che operasse un meccanismo di contagio⁹⁷. Il sistema bancario aveva creato un sistema parallelo, composto da fondi d'investimento monetari, cartolarizzazioni e veicoli fuori bilancio, ma anche hedge fund che acquistano crediti, coloro i quali operano nel prestito titoli e, quanto agli USA, le *government sponsored enterprise* (cioè le varie Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae), con lo scopo di accrescere la liquidità cedendo impieghi (sia sotto forma di prestiti che di titoli) e ridurre le differenze tra le scadenze⁹⁸. Il problema, come è noto, si manifestò quando all'improvviso il mercato per questi strumenti divenne completamente illiquido⁹⁹.

Per almeno un decennio lo *shadow banking system* ha fornito a basso costo liquidità al sistema del credito, convertendo attività rischiose e a lungo termine in passività pressoché a vista e apparentemente a basso rischio, attraverso soggetti normalmente poco capitalizzati¹⁰⁰. Posto che lo *shadow banking system* trasforma scadenze e liquidità non meno del sistema bancario, esso soffrì durante la crisi delle stesse pene, ma diversamente dal sistema "ufficiale" non ebbe la possibilità di accedere ai vari sistemi – tutti basati fondamentalmente su finanziamento da parte di un ente centrale, la Fed come la BCE, a fronte di cessione di attivi – e, soprattutto, non era coperto dal sistema di assicurazione dei depositi, problema non irrilevante per chi sostanzialmente prometteva il rimborso integrale della passività a vista o

⁹⁷ TUCKER, *Shadow banking, capital markets and financial stability*, remarks at a BGC Partners Seminar, London, 21 gennaio 2010.

⁹⁸ POZSAR, ADRIAN, ASHCRAFT and BOESKY, *Shadow Banking*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 458, 2010.

⁹⁹ CAROSIO, *Verso la revisione della regolamentazione sul capitale*, intervento al convegno ADEIMF *Crisi finanziaria e capital adequacy degli intermediari: aspetti regolamentari, gestionali e di governance*, Modena, 29 gennaio 2010.

¹⁰⁰ BORIO, *The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations*, BIS Working Papers No 251, 2008, 12

comunque in tempi molto brevi rispetto alla vita del “sottostante”.

Evitare che si ripeta il problema equivale a dire che si deve misurare l'efficacia della regolazione bancaria sulla specifica capacità di impedire che soggetti “finanziari” non bancari agiscano come banche, pur senza avere l'autorizzazione ad operare come banca.

Il Dodd-Frank Act comprende molte norme che hanno effetto sullo *shadow banking*; per esempio gli *hedge fund* devono registrarsi presso la SEC, ci si attende che una parte significativa dei derivati *over-the-counter*¹⁰¹ sarà trattata sui mercati e regolata attraverso le *clearing house*, e tutte le istituzioni sistemicamente rilevanti saranno soggette alla regolazione della Fed. Infine i prestatori *shadow* al dettaglio saranno in futuro assoggettati a normative di livello federale attraverso il nuovo Consumer Financial Protection Bureau, una nuova divisione della Fed.

Una parte importante dell'attività finanziaria dello *shadow banking system*, tuttora non regolata, è quello dei repo (*repurchase agreement*) ossia del sistema di assicurazione privata tra l'investitore professionale e la *shadow bank*. Posto che per molti versi si tratta di moneta privata e che negli USA i repo sono sottratti alle regole di diritto fallimentare, si è proposto di regolarli come si è storicamente fatto con la moneta¹⁰², in sostanza creando un tipo particolare di banche. Un'altra soluzione proposta è quella di proibire alle banche di operare nel settore delle cartolarizzazioni¹⁰³, che sarebbe forse nel senso della originaria Volcker Rule, e ridurre il quantitativo totale delle dimen-

¹⁰¹ Sul tema, da ultimo, SEPE, *La contrattazione over the counter*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, 45.

¹⁰² GORTON – RETRICK, *Regulating the Shadow Banking System*, 2010, 26 (<http://ssrn.com/abstract=1676947>)

¹⁰³ Una posizione forte sul punto, per l'Italia, è stata assunta da MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 253.

sioni dei prodotti finanziari in gestione¹⁰⁴.

Un altro tema è quello della partecipazione ai fondi *hedge* e di *private equity*, che è severamente limitata, nel senso che la banca soffre di limitazione nel collocamento di fondi altrui e non può investire più in queste classi di impiego più del 3% del capitale del Tier 1. La legge peraltro non dice che la banca non possa fornire credito al fondo e quindi, tutto sommato, il tipo di rischio non è di per sé particolarmente ridotto e l'impatto in termini di raccolta da parte dei fondi sarà da valutare, ma non sembra a tutta prima che ciò costituirà un limite troppo grave per il sistema. Infatti la legge concede una serie di esenzioni e di eccezioni¹⁰⁵ e ciò legittima l'ipotesi che il settore non ne soffrirà conseguenze particolarmente dure dall'introduzione delle regole. Posto che il mercato già è ricco di gestori indipendenti sarebbe stato facile mantenere il divieto della Volcker Rule originale¹⁰⁶.

Ciò che invece è certo è l'effetto tipico conseguente all'inasprimento di una regola. Se un sistema con prezzi imposti crea un mercato nero, un innalzamento del costo nell'erogazione del servizio espelle dal sistema una quota dell'attività quella a minor valore aggiunto. Le

¹⁰⁴ NERSISYAN – RRAY, *The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking*, Levy Economics Institute, Working Paper No. 587, Annandale-on-Hudson, 2010, 24 (<http://ssrn.com/abstract=1559383>).

¹⁰⁵ La regola permette a una banca di costituire e offrire uno *hedge fund* o un fondo di *private equity*, incluso lo svolgere il ruolo di *general partner*, o fornire management, amministratori o fiduciari al fondo se: (i) fornisce servizi di investimento come *trustee* o consulenza di investimento e il fondo è offerto solo ai clienti della consulenza o dei servizi; (ii) non è investitore del fondo se non per una quota iniziale, per avviare il fondo (iii) non garantisce, si accolla o comunque assicura le obbligazioni o i risultati del fondo (circostanze che non si verificano *ab immemorabile*); (iii) non ha un nome simile a quello del fondo; (iv) vieta ai propri dipendenti, salvo quelli che lavorano nel fondo o forniscono servizi, di possedere quote di fondo; (v) rende noto, per iscritto, agli investitori che le eventuali perdite del fondo saranno sopportate solo degli investitori. In definitiva, è concesso operare nel settore alle condizioni che già il mercato aveva reso normali.

¹⁰⁶ Così anche RICHARDSON – CMITH – IALTER, *Large Banks and the Volcker Rule*, in ACHARYA – ROOLEY – OICHARDSON – CALTER, *Regulating Wall Street. The Dodd-Frank Act and the Architecture of Global Finance*, New York, 2011, 205.

attività meno gestibili dalle banche non potranno che finire tra quelle gestite dagli intermediari non creditizi, che non essendo soggetti al rispetto dei requisiti sull'adeguatezza del capitale, in altre parole allo *shadow banking system*, che quindi è, in certo modo, beneficiario dal Dodd-Frank Act.

9. Uno dei fatti noti e indiscussi che sono annoverati tra i fattori deflagranti della crisi è l'uso di derivati *over-the-counter*, sempre più complessi e, dunque, con una possibilità sempre più remota di verificare il *mark to market*, ossia il valore corrente. Una variante dell'argomento è che l'uso estensivo dei CDS (*credit default swap*) consentiva in pratica di assumere una posizione equivalente ad una vendita allo scoperto su una certa società anche senza passare per la borsa o, addirittura, di assumerla anche se la società non fosse quotata o avesse modesto flottante, il tutto con un effetto dirompente.

Un portato del Dodd-Frank Act è che tendenzialmente i derivati dovranno essere trattati su mercati e regolati attraverso *clearing houses*. In teoria ciò sarebbe un bene per la comunità, perché sarebbero note tutte le posizioni, sia pure in forma aggregata, di ciascuna banca e quindi sarebbe noto il rischio complessivo in capo a ciascuno, laddove nelle trattazioni *over-the-counter* ciascun operatore conosce solo la propria esposizione complessiva e quella verso di sé di ciascuna controparte. Inoltre se tra le eccezioni della Volker Rule c'è la possibilità per la banca di operare in derivati a copertura del proprio rischio, se ne deduce che non sia lecito per la banca costituirsi controparte del proprio cliente in un derivato *over-the-counter*.

In pratica il tema è ancora da valutare, ma appare delinearsi l'idea che il *market making* possa prevedere la necessità per la banca di

costituirsì un "magazzino" di titoli poco liquidi da offrire alla clientela che voglia porsi in posizione "lunga". Il punto è duplice. Innanzitutto la necessità di avere un "magazzino" si pone, per definizione, solo per i titoli illiquidi, posto che per quelli liquidi si può ricorrere al mercato, e giova ricordare che il crollo della liquidità di molti titoli esotici è tra le cause che hanno reso la crisi un'infezione virale. D'altro canto, ed è il secondo problema, la banca potrebbe ritenere – non erroneamente – che tenere sui propri libri titoli poco liquidi costituisca un rischio e quindi, valendosi dell'esenzione sui derivati a mitigazione di rischi propri, avrebbe motivo per contrarre derivati che abbiano come sottostante titoli illiquidi, tornando a posizioni non significativamente meno pericolose di quelle *ante* 2007.

Una tesi da rifiutare è che la regola sia un moderato successo, considerando che impone di collocare le attività di derivati su azioni, materie prime e CDS a basso *rating* in controllate, autonomamente capitalizzate, nel presupposto che ciò costituisca, secondo l'immaginifica espressione inglese, un efficace *ringfencing*¹⁰⁷. È ovvio che in teoria la banca potrebbe lasciar fallire la controllata, ma l'ipotesi contravviene all'esperienza, presuppone che la casa madre non abbia fornito garanzie, che possa permettersi di portare a zero il valore in bilancio della partecipazione e che ritenga di poter irritare i propri clienti – assumendosi come ragionevole l'ipotesi che la controllata abbia per clienti una parte dei clienti (ricchi) della banca – senza subirne un danno, per non parlare dell'effetto reputazionale di veder fallire la figlia che porta il medesimo nome della madre.

¹⁰⁷ RICHARDSON – CMITH – IALTER, *Large Banks and the Volcker Rule*, cit., 206.

10. I periodi di crisi sono sempre e da sempre costituiscono un'opportunità per gli studiosi (delle più disparate discipline, ma in particolare per gli economisti e per i giuristi) per riflettere e mettere alla prova, nel senso di verificare o falsificare, le opinioni diffuse e consolidate. Esse costituiscono l'equivalente delle prove sotto sforzo per i costruttori.

Una domanda che di fronte alla crisi ci si potrebbe porre è se esista una specificità, ossia un modello comportamentale che si ripete, del diritto dell'economia in periodi di crisi.

Per avere una qualche attendibilità la risposta a questa domanda presupporrebbe l'analisi delle legislazioni emanate nell'immediato *post* crisi sia in chiave diacronica che sincronica: quindi ad esempio confrontare la risposta legislativa di un certo ordinamento in epoche diverse a fronte di crisi omogenee: probabilmente potremmo riscontrare comportamenti simili pur nella differenza di strumenti utilizzabili (anche perché epoche storiche diverse probabilmente hanno anche strumenti giuridici disponibili diversi e si devono affrontare problemi che non sono mai perfettamente omogenei), ma il tipo di risposta approntata dal singolo ordinamento dipenderà anche dal tipo di esecutivo in quel momento al potere e perciò, in chiave diacronica, si possono riscontrare tra vari ordinamenti risposte omogenee o divergenti alla stessa crisi, a seconda dell'orientamento liberista, socialista, socialista di mercato ... del(la forma di) governo al potere e quindi occorrerebbe confrontare sincronicamente le diverse risposte date alla stessa crisi da ordinamenti diversi (ad esempio come è stato fatto da Napolitano e altri in relazione alle risposte da parte di Stati Uniti ed Europa).

Rispetto alla crisi scatenata dai mutui *sub prime* ad esempio si è riscontrata una generale riscoperta dell'interventismo statale, ma con

tali e tante sfumature che l'osservazione di per sé ci aiuta ben poco. Evidentemente non è questa la sede per una riflessione così completa sul diritto dell'economia ai tempi della crisi, e forse non lo sarebbe neppure una monografia, perché probabilmente servirebbe un contributo multidisciplinare, ma si può già pensare di esporre alcuni dati emersi iniziando a studiare la risposta statunitense ad alcune crisi finanziarie e la risposta del nostro ordinamento all'ultima crisi.

La più spiacevole conclusione è che dopo la crisi, e questa è stata devastante, chi ha sbagliato non paga. Le banche d'affari diverse da Lehman e le agenzie di *rating*, sono tornate a fare ciò che facevano nel 2007.

D'altro canto le autorità che avrebbero dovuto vigilare e non lo hanno fatto in modo da meritare encomio (indichiamo in via antonomastica la Fed) ottengono nuove competenze e bilanci più ricchi, come prevede il Dodd-Frank Act, come peraltro avvenne già nel 1932. E se si può aggiungere un commento senza che sembri un attacco *ad hominem*, gli *ex* governatori che hanno operato nell'incubazione della crisi oggi pontificano sulle soluzioni (si veda la n. 9).

La riforma viene scritta aggiungendo pagine su pagine (più di 2000 compongono il Dodd-Frank Act) e aumentando i costi del sistema: una buona dose di regole si spera possa donare al contribuente, che – non si può dimenticare – ha pagato due volte il conto delle crisi, una con il soffrire per la recessione perdendo magari il posto di lavoro e una con il pagare i vari TARP, *quantitative easing* e ogni altro programma governativo per salvare le banche, il senso di un lavoro ben temperato, se non addirittura di un tucidideo “*ktéma eis aei*”, una ac-

quisizione perenne. Se è vero che le regole nascono dalle crisi¹⁰⁸, non è certo che la quantità di regole sia garanzia di efficacia.

Come conseguenza diretta delle due precedenti scelte, si creano nuovi organi che coordinino e supervisionino, delegando al legislatore secondario l'attuazione di provvedimenti: negli Stati Uniti alla FDIC (Federal Deposit Insurance Commission) che assicura i depositanti e gestisce le liquidazioni delle banche, si affianca oggi la OLA (Orderly Liquidation Authority), che deve gestire in modo ordinato le chiusure delle banche e, per soprammercato, si creano commissioni governative (tanti posti alla maggioranza, tanti alla minoranza) e si istituisce il comitato di coordinamento di tutti i regolatori federali.

Emerge una notizia particolarmente spiacevole ossia che, se si vuol introdurre una riforma bisogna avere il *placet* dei soggetti finanziari da regolare, che peraltro sono coloro i quali, avendo usato (meglio: piegato) ai loro fini, dalle gazzette riassunti come speculazione e profitti personale, le regolazioni vigenti, hanno portato alla crisi. Si veda il caso negli USA di banche d'affari come Bear Sterns e Lehman, ma anche di banche ordinarie come Wachovia e Washington Mutual, come autori del collasso, tutte peraltro salvate da provvidenziali fusioni, tranne Lehman, che prosegue l'attività dopo alcune cessioni di rami aziendali ad altre banche.

E in Italia un parallelo, quanto alla difficoltà di legiferare senza il consenso del regolato, si può tracciare con la riforma delle banche popolari, scoglio sul quale ogni riforma si blocca da decenni, come

¹⁰⁸ Ad esempio, restando nel campo bancario, l'insolvenza della Bankhaus Herstatt è l'antecedente del *Concordat* di Basilea, così come l'insolvenza del Banco Ambrosiano fu il motore del primo Accordo di Basilea che introdusse il concetto di rapporto tra patrimonio e impieghi ponderati, per non parlare della direttiva 95/26/CE del 29 giugno 1995 comunemente indicata, eloquentemente, come direttiva *post* BCCI.

dimostra il corso seguito dal TUF nel passare da bozza di commissione tecnica a decreto legislativo. È cronaca recente l'intervista rilasciata dal presidente dell'associazione di categoria al quotidiano della Confindustria, ove egli dichiara serenamente che le popolari sono disponibili ad accettare una riforma, chiarendo ciò che il legislatore potrà fare; se i giudici sono soggetti soltanto alla legge, i banchieri non lo sono nemmeno a quella, nel senso che se la scrivono¹⁰⁹?

Infine, se il problema era che alcune banche sistemicamente rilevanti erano *too big to fail*, ed è argomento dichiarato esplicitamente nel preambolo, che costituisce la "missione", del Dodd Frank Act, la risposta governativa non sembra sia stata risolutiva, visto che fondendole sono divenute ancora più grandi di prima e la regola che poteva cambiare il loro assetto è stata annacquata.

È anche da dire che il coraggio dimostrato dagli ancor giovani Stati Uniti d'America, che pochi anni dopo l'introduzione dello Sherman Act del 1890 ebbero la capacità di smantellare, smembrandole, alcune *corporation* troppo ramificate, tenendo per simbolo l'opera svolta sulla Standard Oil dei Rockefeller, esisteva negli anni Trenta quando una delle conseguenze del Glass Steagall Act fu la fine della House of Morgan, divisa in vari tronconi, e sussisteva ancora ai tempi del Presidente Reagan, quando nel 1984 la monopolista Ma Bell (la AT&T) fu scissa in una serie di operatori telefonici nazionali e regionali, ma non c'è più ai tempi del democratico Obama.

Resta la curiosità di capire, come osservava un commentatore¹¹⁰, se è vero che esistono soggetti *too big to fail*, posto che nessuno di lo-

109 L'intervento è stato di poco precedente all'audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia Anna Maria Tarantola alla Commissione VI Finanze e Tesoro del Senato su *La riforma delle banche popolari*, 22 giugno 2011 (<http://www.bancaditalia.it/>).

¹¹⁰ *Lex Column*, in *Financial Times*, 4 giugno 2011.

ro è mai fallito, e se solo le banche hanno diritto a questo trattamento: in fondo Wal Mart ha oltre 2 milioni di dipendenti e non ha mai manifestato le richieste e l'arroganza delle banche. In realtà nessun governo avrà mai il coraggio di vedere cosa succede dopo il fallimento di Citigroup¹¹¹!

Elisabetta Bani

Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli studi di Pisa

¹¹¹ Pochi giorni dopo è stata riportata la notizia che la Southsea Mortgage & Investment Company, una banca dello Hampshire con 270 depositanti è stata lasciata fallire, per la prima volta senza garantire illimitatamente i depositanti, ma solo nel limite legale di £ 85.000; JENKINS, *Sifi badge no easy solution to turning back the clocks*, in *Financial Times*, 21 giugno 2011.

*MOS AND JUS IN FINANCIAL MARKETS REGULATION:
THE IMPACT OF ETHICAL COMMITMENTS ON INVESTMENT DECISIONS
AND SHAREHOLDER ACTIVISM.* *

ABSTRACT: Il presente saggio mira ad offrire un contributo all'analisi del rilievo di considerazioni etiche e di "responsabilità sociale" nella regolazione dei mercati finanziari e nella governance di imprese e investitori istituzionali.

L'indagine trae origine dalla circostanza che, al di là delle pur significative inefficienze emerse nelle regole tecnico-giuridiche di funzionamento di taluni mercati, la recente crisi finanziaria globale è stata ritenuta il frutto anche di una vera e propria "crisi di valori". Al fine di evitare il relativismo insito nel riferimento a concetti ed elaborazioni metagiuriche, assunto di riferimento del presente lavoro è che un'analisi sull'integrazione tra etica, responsabilità sociale ed economia non possa essere utilmente svolta se non in stretto riferimento al sistema di valori "codificati" (a seguito di una decisione politica) nell'ordinamento giuridico di riferimento, quali ad esempio quelli dell'acquis communautaire e nazionale in materia di libertà economiche. In linea con l'obiettivo di mantenere l'opportuna aderenza al diritto positivo e al dato fattuale, specifica attenzione è riservata alle implicazioni giuridiche e geopolitiche (sia a livello di "comunità internazionale" sia di ordinamento dell'Unione Europea) connesse al significativo sviluppo (soprattutto nell'ultimo decennio) del ruolo di "investitori istituzionali globali" assunto dai governi di alcuni paesi al fine della più efficiente e "responsabile" gestione della relativa ricchezza nazionale.

In particolare, nell'analisi degli strumenti regolatori concretamente utilizzabili per promuovere un più "corretto" ed efficiente funzionamento dei mercati finanziari, anche attraverso una maggiore integrazione tra obiettivi di massimiz-

* Contributo approvato dai revisori

zazione del profitto e comportamenti socialmente ed eticamente “responsabili”, apposito riferimento è qui operato all’assetto giuridico e istituzionale adottato nel Regno di Norvegia per la gestione di parte della ricchezza nazionale attraverso un apposito “fondo d’investimento governativo”, fondo internazionalmente indicato come il gold standard in termini di trasparenza, accountability e finanza etica o socialmente responsabile.

SUMMARY: 1. Ethics and integrity in economic behaviour – 2. Responsible management of national (financial) wealth – 2.1. Integrity and responsibility in Sovereign Wealth Funds operations and investments – 3. The regulatory impact of ethical commitments in the management of the Norwegian Sovereign Wealth Fund.

1. The latest global financial crisis not only stems from the crisis of juridical and economic operational rules of markets, but also from a true «crisis of ethical values»¹. Following the positivist school of jurisprudence, a viable analysis on the “normative” relevance of ethical “rules” and commitments in “economic man”² social behaviour shall be essentially based on the system of values and principles enacted, through political decisions, in the relevant jurisdictions (it being understood that keeping law, politics, ethics and economics dis-

¹ See: MANDAL, *Ethics in Business and Corporate Governance*, New Delhi, Tata Mc Graw Hill, 2010, p. 298; LEWIS, KAY, KELSO and LARSON, *Was the 2008 Financial Crisis Caused by a Lack of Corporate Ethics?* - *Global Journal of Business Research*, Vol. 4, No 2, pp. 77-84, 2010 (SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1633638>); *Lessons of the Crisis: Ethics, Markets, Democracy*, Speech by LORENZO BINI SMAGHI, Member of the Executive Board of the ECB, Milan, 13 May 2010 (www.ecb.int); LONGSTAFF, *The Ethics of the Global Financial Crisis*, *Living Ethics*, Issue 74, summer 2008 (www.ethics.org.au).

² An expression typically used to mean «the rational agent depicted in economic model. Such an agent has consistent and stable preferences; he is entirely forward-looking, and pursues only his own self-interest. When given options, he chooses the alternative with the highest expected utility for himself» (BLACKBURN, *The Oxford Dictionary of Philosophy*, Second Edition revised, 2008, Oxford University Press, p. 170).

tinct may be a nightmare to the dogmatist³).

In this respect, useful and important reference is provided for by the “Charter of Fundamental Rights of the European Union”, which represents the cornerstone of the EU ethical *acquis* and system of values⁴. In particular, although Article 16 of the Charter explicitly recognises the “freedom to conduct a business”, a systematic interpretation of the Charter provisions reveals such freedom is not as absolute as it may appear. Indeed, the Charter also provides for rules and general principles that may «constitute an equal number of limits to the same [...As result...] the over picture of values that have to be reconciled with freedom to conduct a business is therefore vast and articulate»⁵. With specific reference to the Italian legal framework, the most important “codified” moral and/or ethical values having an impact on business regulation are: freedom, security, egalitarianism, dignity, and “social usefulness or accountability”. In particular, the latter has notably been construed by the Italian jurisprudence as a possible legitimate restraint to economic activities or to the fundamental freedom to conduct trade or business (provide for by art. 41, par. 1, of the Italian

³ Indeed, as noted, «it is, in fact, arguable that economics has had two rather different origins, both related to politics, but related in a rather different ways, concerned respectively with ‘ethics’, on the one hand, and with what may be called ‘engineer-ing’, on the other», SEN, *On Ethics and Economics*, Blackwell, London, 1987, pp. 2-3 (See also footnotes n. 52 and 69 below).

⁴ The Charter “preamble” states that «conscious of its spiritual and moral heritage, the Union is founded on the indivisible, universal values of human dignity, freedom, equality and solidarity; it is based on the principles of democracy and the rule of law. It places the individual at the heart of its activities, by establishing the citizenship of the Union and by creating an area of freedom, security and justice».

⁵ ALPA, *Rules on Competition and Fair Trading - The Forthcoming EC Directive on Unfair Commercial Practices*, edited by H. COLLINS, The Hague, 2004, p. 92. In particular, the author makes reference to: human dignity (art. 1); respect for physical and mental personal integrity (art. 3); personal liberty and security (art. 6); respect for private and family life, home and communications (art. 7); protection of personal data (art. 8); environmental protection and sustainable development (art. 37); consumer protection (art. 38); workers’ rights protection and solidarity (artt. 27-32).

Republic's Constitution) and, in particular, to a "purpose blind" or unaccountable pursuit of profit maximisation⁶.

In practice, it results that with EU and Italian legal *acquis* the "freedom to conduct a business" is not absolute, but finds intrinsic limits notably in its statutory social ends and features⁷ and in the recognised preeminence of the value of the human being and of its dignity⁸. As noted, such fundamental "balance of values" is for instance significantly implemented also through the EU and Italian *antitrust* law and regulations whose provisions actually pursue (through a system of limits⁹ and bans to economics freedoms) also promotion and protection, within economic and entrepreneurial activities, of conditions of integrity, freedom, equality, fairness as well as fundamental human rights¹⁰.

The (preliminary) conclusions that could be drawn from the above examples is that economic activities are to be properly (and legally) regarded as part and parcel of human activities, they may indeed either benefit or harm the human society, hence they must be (also) ethically structured and governed. As already argued well before the latest global crisis, the loss resulting from «the distance that has grown between economics and ethics» has a two-sided nature,

⁶ CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Editori Laterza, Rome-Bari, 1997, pp. 23-24.

⁷ See: Article 41, par. 3, of the Italian Constitution; Article 3 of TEU; Articles 3-6 and 8 of TFEU.

⁸ See: Art. 41, par. 2, of the Italian Constitution; Art. 6, par. 2, of TEU; Art. 1 of the Charter of Fundamental Rights of European Union.

⁹ As observed, the relevance of external limits to the economic activity is not new to Community law. Reading the provisions laid down in the Treaty of Rome, one can easily understand that economic freedom is tempered by provisions related to workers, consumers, and the environment (ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, address on the occasion of the seminar of 20 November 2003 at the Bank of Italy, p. 76).

¹⁰ See: DI NELLA, *La tutela della concorrenza a livello macrosistemico*, edited by DI NELLA, MEZZASOMA and RIZZO, *Il diritto della distribuzione commerciale*, ESI, Naples, 2008, p. 44.

«economics, as it emerged, can be made more productive by paying greater and more explicit attention to the ethical considerations that shape human behaviour and judgement», but at the same time “there is something in the methods standardly used in economics, related *inter alia* with its ‘engineering’ aspects, that can be of use to modern ethics as well, and the distance that has grown between economics and ethics has also been, I believe, unfortunate for the latter»¹¹. In particular, the analysis of the causes of the recent economic and financial crisis made clear «not only that traditional principles of social ethics like transparency, honesty and responsibility cannot be ignored or attenuated, but also that [...they...] can and must *find their place within normal economic activity*. It is a human demand at the present time, but it is also demanded by economic logic»¹².

Indeed, it must be noted that, ever since the Classical age, commercial deals and transactions were expected to not be (efficiently) performed without compliance with ethical or legal principles shared by relevant (social) constituencies¹³. As a matter of fact, nowadays several provisions of EU and Italian financial regulations impose specific “integrity”, “honourableness”, “suitability”, “reputation” and “experience” requirements (e.g. for directors, corporate officers and significant shareholders) in the pursuit (and taking up) of banking, financial and insurance activities¹⁴, as well as comprehensive “conduct

¹¹ SEN, *On Ethics and Economics*, Blackwell, London, 1987, p. 9.

¹² Encyclical letter “Caritas in veritate” of the Supreme Pontiff Benedict XVI to the Bishops, Priests and Deacons men and women religious the lay faithful and all people of good will on integral human development in charity and truth, 2009, para. 36.

¹³ See: LOEWENSTEIN, *The Governance of Rome*, The Hague, 1973, pp. 62-63; LINTOTT, *The Constitution of the Roman Republic*, Oxford University Press, 2002, pp.129-133.

¹⁴ See: Directive 2006/48/EC of 14 June 2006; Directive 2004/39/EC of 21 April 2004 (MiFID); Directive 2002/83/EC of 5 November 2002; Council Directive 92/49/EEC of

of business” and “market transparency and integrity” rules¹⁵. Notably relevant for maintaining an adequate level of “commutative justice” in financial transactions are also the recent initiatives undertaken by the European Commission to encourage responsible lending and borrowing «in the context of delivering responsible and reliable markets for the future and restoring consumer confidence»¹⁶.

At a more general level, in civil law countries the “law of obligations” usually encompasses several statutory provisions aimed at maintaining a minimum degree of “commutative justice” in economic transactions and a fair business environment. For instance, in the Italian Civil Code reference is significantly made to the concepts of “integrity” and “good faith” (articles 1337, 1358, 1366, 1375, 1746, 1749 and 2598), “fair behaviour” (by debtor and creditor, article 1175) and “bonus paterfamilias standard care” (in the fulfilment of obligations,

18 June 1992; Italian Legislative Decree No 385 of 1 September 1993 (Articles 25-27, 62, 108-109); Italian Legislative Decree No 58 of 24 February 1998 (Articles 13-18-ter) and Italian Legislative Decrees No 209 of 7 September 2005 (Articles 76-78).

¹⁵ For examples, Italian provisions implementing rules set in Sections 2 and 3 of Directive 2004/39/EC (MiFID) place additional legal obligations on “authorised persons” to: i) «act diligently, fairly and transparently in the interests of customers and the integrity of the market»; ii) «operate in such a way that customers are always adequately informed»; iii) «use advertising and promotional communications which are correct, clear and not misleading», iv) «to identify and manage conflict of interest which may arise with the customer or between customers» in order to «avoid a negative impact on the interests of the customers». Moreover, persons other than investment companies and banks admitted to trade on regulated markets are expressly required to preserve «market integrity» by using «due diligence, correctness and transparency» (Articles 21 and 25 of Legislative Decree No 58 of 24 February 1998 – “Consolidated Law on Finance”).

¹⁶ According to the Commission, «responsible lending means that credit products are appropriate for consumers’ needs and are tailored to their ability to repay. This may be obtained through having an appropriate framework in place to ensure that all lenders and intermediaries act in a fair, honest and professional manner, before, during and after the lending transaction. Responsible borrowing implies that – in order to obtain a credit – consumers should provide relevant, complete and accurate information on their financial conditions, and are encouraged to make informed and sustainable borrowing decisions», EUROPEAN COMMISSION, DG INTERNAL MARKETS AND SERVICES, “Public Consultation on Responsible Lending and Borrowing in the EU”, Brussels, 15 June 2009, p. 4.

article 1176).

Without here aiming to go in depth in the implications of such and analogous EU and Italian legal provisions, it is just interesting to highlight that their underlying “*recta ratio*” (upright reason) appears to confirm that the good functioning of a *market economy* (and the associated efficiency gain in economic and financial relations) inevitably require an *orderly social context* in terms of fair behaviours and information correctness. Indeed, without compliance with proper ethical, integrity and transparency rules and principles «the market economy is decoupled from its foundations»¹⁷ and no implementation of the «sustainable and balanced» economic growth provided for by Article 3 of the Treaty on European Union is possible. In other words, as noted, market economy appears to be based not only upon the so-called “*commutative justice*” (of fair/efficient exchange) but also upon the so-called “*distributive justice*”, meant as a form of justice based on the proportional «commisuration of reward to efforts and merits»¹⁸.

2. The issue of the desirable inter-relations between juridical and ethical principles in the definition of proper “conduct of business” rules and investments policies regulations has recently gained critical importance in globalised financial markets as sovereign subjects (i.e. the governments of high growth economies and oil exporting countries)¹⁹ increasingly seek to perform as global “institutional

¹⁷ FAZIO, *Economics and Moral Sciences* (Lecture by Antonio Fazio, Governor of the Bank of Italy, on the occasion of the award of a *honoris causa* doctorate in Moral and Social Theology, Salesian Pontifical University), Rome, 13 December 2003 (www.bancaditalia.it), p. 6.

¹⁸ A. FAZIO, “*L’etica nell’economia*” – *Scuola di Cultura Cattolica Bassano del Grappa. Premio Internazionale Cultura Cattolica*, Bassano del Grappa, 15 November 2003, p. 1.

¹⁹ In particular, Sovereign Wealth Funds are typically established by countries experi-

investors” through the establishment and management of those particular public “investment vehicles” currently known as “Sovereign Wealth Funds” (SWFs)²⁰.

Compared to other large global investors, SWFs are primarily characterised by their direct involvement in the management of part of national wealth of the respective “sponsor countries”, as per guidelines defined by the latter in the pursuit of a heterogeneous range of public interests (different however from those directly linked to: monetary and exchange rate policies; “regulation” of balance of payments imbalances; management of public pension funds²¹. The resulting possible “*political bias*” in the management of the huge amount of financial resources already entrusted to SWFs at global level²² has fuelled “fear” of political instrumentalisation of their investment choices and asset allocation, and can actually be considered the “*core issue*” underlying the contrasting opinions expressed about the impact of SWFs investments (and associated international capital flows) on global economic and geopolitical dynamics²³.

encing significant balance of payments surplus, essentially in order to achieve a more return and less liquidity-oriented portfolio allocation of their “excess reserves” (i.e. foreign exchange reserves accumulated far in excess of what may be needed for traditional balance of payments and/or exchange market intervention purposes). See: EUROPEAN CENTRAL BANK, *Annual Report*, 2007, p. 170; U.S. DEPARTMENT OF THE TREASURY (Office of International Affairs), *Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies*, June 2007, Appendix III, p. 1.

²⁰ See: INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda*, approved by Allen and Caruna, 29 February 2008; MEZZACAPO, *The so-called “Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability, and Prudential Supervision*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, *European Economy, Economic Papers* No. 378/April 2009.

²¹ EUROPEAN COMMISSION, *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”*, COM (2008) 115 final, 27.2.2008, para. 2.1.

²² See: INTERNATIONAL FINANCIAL SERVICES LONDON, *Research, Sovereign Wealth Funds*, 2010.

²³ On one hand, some acknowledge the stabilizing role performed by some SWFs

In particular, the main source of distrust towards direct and portfolio investments originating from SWFs (and the consequent neo-protectionist reactions from some recipient countries²⁴) remark-

(mainly thanks to their tendentially long-term investment horizon) during the recent financial markets crisis, along with their possible contribution to more efficient allocation and diversification of risks at global level (UK FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *Financial Risk Outlook 2008*, p. 54; BANCA D'ITALIA, *The Recent Turmoil in the Money and Credit Markets*, *Economic Bulletin*, No 50, October 2007, pp. 9-11; EUROPEAN CENTRAL BANK, *Financial Stability Review*, p. 22) and to the wider implementation of *ethical standards* or “*Corporate Social Responsibility*” principles in institutional investors’ investment policies and/or in the management of (multinational) corporations. On the other hand, some recipient countries considered the adoption of neo-protectionistic measures grounded on the protection of “economic public order” or defence of the so-called “national interests”. For a more detailed analysis see: STATE STREET, *Sovereign Wealth Funds, Assessing the Impact*, Vol. III, Issue 2, 2008; EUROPEAN CENTRAL BANK, *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, by BECK and FIDORA, *Occasional Paper*, No. 91/2008; MEZZACAPO, *The so-called “Sovereign Wealth Funds”: Regulatory Issues, Financial Stability, and Prudential Supervision*, *European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economy, Economic Papers* No 378/April 2009; DE MEESTER, *International Legal Aspects of Sovereign Wealth Funds: Reconciling International Economic Law and the Law of State Immunities With a New Role of the State*, in *European Business Law Review*, Vol. 20, Issue 6, 2009; SANTONASTASO, *Investimenti dei “fondi sovrani” e tutela degli “interessi nazionali”. Spunti dalla giurisprudenza della Corte di giustizia in tema di “interesse generale” e di limiti alla libertà di movimento dei capitali e di stabilimento: a volte “non è tutto oro quello che luccica”*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, No. 1/2010; BACKER, *Sovereign Investing in Times of Crisis: Global Regulation of Sovereign Wealth Funds, State Owned Enterprises and the Chinese Experience*. *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 19, No. 1, 2009; *Penn State Legal Studies Research Paper*, No. 12-2009 (<http://ssrn.com/abstract=1444190>).

²⁴In this respect, it has been suggested that in order to properly address “political” issues deriving from SWFs investments it might be necessary to take distance from the conventional *liberal orthodoxy* concerning “global trade” and “international capital movements” (GARTEN, *We Need Rules for Sovereign Funds*, *Financial Times*, 8 August 2007). In general, the reactions of some Western Countries to the increase in number and size of inbound foreign investments originating Asian and Middle-Eastern SWFs seem to support the opinion that the fundamental values and principles of the current system of globalisation and liberalisation of trade exchanges and capital flows (see: ORTINO, *Basic Legal Instruments for the Liberalisation of Trade: a Comparative Analysis of EC and WTO Law*, Oxford, 2004) could represent also a possible factor of “disorder and unbalance” (CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, p. 6). With reference to control measures applicable to SWFs investments in the US and in some EU Member States see: MAZZANTINI, *I Fondi Sovrani: a quanto ammontano e come si possono regolare? Opportunità e problemi*, www.astrid-online.it; FIECHTER, *The French Strategic Investment Fund: a Creative Approach to Complement SWF Regulation or Mere Protectionism?* (<http://www.law.harvard.edu>); SEMLER, *Investments in Germany: New Restrictions for Foreign Investors* (www.theworldlawgroup.com); RUMBERG, *New restrictions for investment into Germany by non-EU and EFTA investors*, 16 October 2009, McGrigors LLP (<http://www.inhouselawyer.co.uk>); SIMPSON THACHER & BART-

ably stem from the suspicion that their acquisitions of “significant shareholdings”, or other financial interests, within foreign companies may be essentially aimed at allowing sponsor countries’ governments to exert (improper) political or strategic influence within “sensitive” economic and industrial sectors of other States, so confirming the idea that, at the end of the day, «international cash flows are always political»²⁵.

In such context, according to “principle of subsidiarity” defined in Article 5 of the Treaty on European Union, the EU approach to the SWFs issues is aimed at preventing the introduction of unilateral juridical measures by single Member States²⁶, in favour of the development of harmonised and proportionate EU policies²⁷ and deontological rules ensuring the proper degree of transparency, predictability, accountability and, notably, *responsibility* of SWFs investment choices and operations (the latter being intended as respect for *recipient countries* and *portfolio companies* interests and notably for the in-

LETT LLP, *Reform of The CFIUS Process In The Wake Of Dubai Ports World*, 10 August, 2007; JACKSON, *The Exon-Florio National Security Test for Foreign Investment*, Congressional Research Service, 7-5700, 4 February 2010; MORAN, *Three Threats: An Analytical Framework for the CFIUS Process*, Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 2009; GRAHAM - MARCHICK, *US National Security and Foreign Direct Investment*, Institute for International Economics, Washington, 2006.

²⁵ GILSON e MILHAUPT, *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: A minimalist Response to the New Merchantilism (February 18, 2008)*, in *Stanford University Law and Economics Olin Paper No 355 and Columbia University Law and Economics Olin Paper No 328*, p. 1.

²⁶ See: IP/06/1353, *Free movement of capital: Commission calls on France to modify its legislation establishing an authorisation procedure for foreign investments in certain sectors of activity*, Brussels, 12 October 2006; IP/06/438, *Free movement of capital: Commission scrutinises French law establishing authorisation procedure for foreign investments in certain sectors*, Brussels, 4 April 2006; P/11/179, *Free movement of capital: Commission refers Greece to Court over investment restrictions*, Brussels, 16 February 2011.

²⁷ See: EUROPEAN COMMISSION, *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”*, Brussels, 27.2.2008, COM (2008) 115 final.

tegrity and correct operation of the global financial system).

To this end, monitoring the ongoing compliance by SWFs with general rules and principles of the *acquis communautaire* and resorting to specific internationally shared *soft law* and *self-regulation* instruments is considered, for the time being, as the most suitable EU policy option compared to the (burdensome and possibly ineffective) establishment of an *ad-hoc* system of public controls and “juridical” rules addressed to entities such SWFs, typically incorporated outside the jurisdiction of EU Member States²⁸ and (emphatically) considered actual “regulatory chameleons”²⁹, also due to their multiform and ambiguous private/sovereign juridical nature³⁰.

In other words, it appears that, also with reference to sovereign states’ investment-entrepreneurial activities conducted through SWFs (and in general in the regulation of international capital flows), there is a growing need for a “global market ethics” and a better use of capital resources, namely coupling efficiency in financial transactions with principles of good faith, professional integrity, transparency, re-

²⁸ In this respect it is worth noting that the acquisitions by SWFs of shareholdings in EU-incorporated companies may easily fall within the scope of EU antitrust provisions on the control of concentrations between undertakings (Council Regulation (EC) No 139/2004 of 20 January 2004). Indeed, pursuant to the so-called “*principle of extraterritorial application*”, EU antitrust laws and regulations could also apply to companies incorporated/located outside the EU (i.e. foreign firms) but carrying out their activity within the EU territory (CASTRONOVO – MAZZAMUTO, *Manuale di diritto privato europeo*, Vol. III, Impresa Lavoro, Giuffrè, Milan, 2007, p. 23) and, in particular, according to the so-called “*effects doctrine*” (see: Judgment of the Court of First Instance of 25.3.1999 in Case T-102/96, *Gencor Ltd v Commission* [1999] ECR, p. II-0753, para. 89–92), whereby their behaviours or transactions cause immediate and substantial effects on competition within the EU common market (PAPPALARDO, *Il diritto comunitario della concorrenza. Profili sostanziali*, Utet, Turin, 2007, p. 66).

²⁹ See: BACKER, *Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment* (May 4, 2009), *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 41, No. 2, 2009 (<http://ssrn.com/abstract=1398835>).

³⁰ See: BACKER, *The Private Law of Public Law: Public Authorities as Shareholders, Golden Shares, Sovereign Wealth Funds, and the Public Law Element in Private Choice of Law*, *Tulane Law Review*, Vol. 82, No. 1, 2008 (<http://ssrn.com/abstract=1135798>).

sponsibility and respect of counterparties, as well as discouraging “investments totally disconnected from the real economy”³¹ and from the “metaeconomics”³² balance of interests expressed by the market’s “legal order” of relevant constituencies.

For the specific purpose of embedding ethical principles and instances in SWFs investments and assets management policies (namely in sovereigns participation in economic activities and financial markets on the same basis as private investors), it is anyhow worth noting that statutory rules (i.e. *hard laws*, as opposed to *soft laws*) and judicial or administrative remedies may prove ineffective, as they are (specifically) suitable to address externally coercible actions or behaviours; ethics instead deals with individual “inner freedom, and its duties are actually self-obligations”. In other words, ethical duties “order” to individuals *how* to behave and not *what* to do, they make specific aims compulsory, so that an action may qualify as *moral*, not merely legal³³.

³¹ DI GASPARE, *Globalizzazione, mercati finanziari ed investimenti in beni pubblici: spunti per un dibattito in corso*, p. 11, (www.amministrazioneincammino.luiss.it).

³² As pointed out “metaeconomics is designed to show microeconomics as the default case that still explains a substantive part of behaviour at least for the segment of the population oriented mainly to the self-interest. Metaeconomics goes beyond it by recognizing there are other segments of the population who are mainly oriented to their internalized other-interest. Most importantly, metaeconomics posits that a majority of individuals struggle with the integration of these two interests, perhaps even switching back and forth (a kind of preference reversal), with the ultimate economic goal of finding the peace of mind that comes from finding a particular orientation in these internalized interests that suits the individual. In common parlance, we “seek balance” in our lives, and, as a result, hold the potential to achieve more peace within the economic dimension of groups (i.e. families, communities, societies, etc.) as well”, LYNNE, *Toward a dual motive metaeconomic theory*, *The Journal of Socio-Economics*, 35 (2006), p. 635-636. With reference to “metaeconomics” as tool for “resolving conflicts between egoistic and altruistic behaviours” and integrating ethics into economics see: BECCHIO, *Historical note on the original meaning of metaeconomics*, *Intellectual economics* 2009, No. 1(5), pp. 7-11.

³³ PONCHIO, *Il rapporto tra etica e diritto nella speculazione kantiana*, address, XVIII *Convegno Nazionale dei Dottorati di Ricerca in Filosofia* 2008, Istituto Banfi, Reggio Emilia 21-23 January 2008, p. 4. In particular, the concept of “categorical imperative”

2.1. The substantial correctness of the latter considerations has been significantly validated by the fact that – in order to enhance, among other things, (domestic and international) stakeholders’ trust and understanding of the integrity and responsibility of SWFs management and investments – the *International Working Group of Sovereign Wealth Funds (IWG)*³⁴ elaborated and endorsed in late 2008 a set of best practices and self-regulation principles for SWFs (i.e. “*Santiago Principles*” or “*Generally Accepted Principles and Practices*” – GAPP)³⁵ that IWG members either have implemented or planned to implement on a voluntary basis. In formalising SWFs general commitment to operate in (economically) correct, responsible, efficient and transparent manner, the GAPP *sub-principle* No 19.1 expressly envisage that whereby SWFs’ investment decisions are not primarily aimed at maximising risk-adjusted financial returns (in a manner consistent with their investment policy) and are subject to other than economic and financial considerations (hence partially diverting from core GAPP principle No 19), this should be clearly set out in SWFs’ investment policy and publicly disclosed.

In particular, GAPP *sub-principle* No 19.1 envisages that the selection and management of SWFs investments may be conditioned by the

is central to Immanuel Kant’s moral theory (KANT, *Groundwork of the Metaphysics of Morals*, 1785, Laterza, Rome-Bari, 2005). As noted, it «represents an action as necessary, without reference to any further end beyond the action, in which the agent has an interest. Kant wrote that a categorical imperative “immediately commands a certain conduct without having as its condition any further purpose to be achieved by it” and “is not concerned with the matter of the action and its intended result, but rather with the form of the action and the principle from which it follows”» (*Encyclopaedia of Ethics*, Second Edition, Vol. I, Editors BECKER and BECKER, Routledge, New York and London, 2001, p. 191).

³⁴ IWG is a non statutory body established at a meeting of International Monetary Fund member countries with SWF on 30 April – 1 May, 2008.

³⁵ IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*. “*Santiago Principles*”, October 2008, p. 2.

need to fulfil the legally binding international obligations of their respective *sponsor countries*, or by social, ethical, or religious reasons as well as social, environmental motives or other factors (e.g. SWFs of Kuwait, New Zealand and Norway), which shall be anyway publicly disclosed³⁶.

Following the publication of the Santiago's GAPP, IWG members also approved ("Kuwait Declaration" of 6 April 2009) the establishment of the *International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF). Participation to the IFSWF is open on voluntary basis to any SWF meeting the definition of SWF provided in Annex I of the GAPP and endorsing the same GAPP³⁷. Ad noted, mandate of the IFSWF is to facilitate the communication and exchange of information on issues of common interest «among SWFs, as well as with recipient country officials, and representatives of multilateral organizations and the private sector. Through its work, the Forum will contribute to the development and maintenance of an open and stable investment environment, thereby supporting the four guiding objectives underlying the Santiago Principles: 1 - to help maintain a stable global financial system and free flow of capital and investment; 2 - to comply with all applicable regulatory and disclosure requirements in the countries in which they invest; 3 - to invest on the basis of economic and financial risk and return related considerations; and 4 - to have in place a transparent and sound governance structure that provides for adequate operational controls, risk management, and accountability»³⁸.

³⁶ IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices. "Santiago Principles"*, October 2008, p. 22.

³⁷ In particular, «each member is entitled to nominate up to three senior level officials of the SWFs, its owners or governing body(ies) as its representatives», IWG, "*Kuwait Declaration": Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*", 6 April, 2009, Section C.

³⁸ IWG, "*Kuwait Declaration": Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds*", 6 April, 2009, Section B.

In parallel to the IWG initiative to define *soft law* guidelines and principles for SWFs, the OECD, in the course of its efforts to counter growing protectionism to foreign investments³⁹, undertook the elaboration of a *set of standards, best practices and guidelines for recipient countries*⁴⁰ essentially aiming at ensuring that SWFs investments «are evaluated on an equal basis as other investments and [...] that recipient countries' policies do not create barriers to efficient flows of capital across borders»⁴¹.

Anyhow, existing OECD investment instruments – namely the “*Code of Liberalisation of Capital Movements*” (1961) and the “*Code of Liberalisation of Current Invisible Operations*” (1961) – already contain principles and guidelines conveniently applicable also to address some of the main issues raised by SWFs investments⁴². In particular, as to the mentioned concerns and suspicion that SWFs cross border investments may be primarily driven by pure political or strategic considerations, the two OECD “*Codes*” already allow *recipient countries* to take (with reference to foreign investments) actions they deem as necessary in order to protect their respective “national security”. Indeed, according to Article 3 (on “*Public Order and Security*”) of both mentioned OECD “*Codes*”, the provisions of the same “*Codes*” shall not prevent an OECD member state from taking action which it considers necessary for: *i*) maintenance of public order; *ii*) protection of public health, morals [...ethics...] and safety; *iii*)

³⁹ In particular, the OECD “*Freedom of Investment, National Security and ‘Strategic Industries’*” project will further implement the principles of proportionality, transparency, predictability and accountability already framed by the OECD in its “*Code of Liberalisation of Capital Movements*” (1961) and “*Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*” (1976, revised in 2000).

⁴⁰ OECD, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies, Letter transmitting the Report of the OECD Investment Committee to G7 Finance Ministers*, 4 April 2008.

⁴¹ PAULSON, *Raising capital: The Role of Sovereign Wealth Funds, Chicago Fed Letter*, No 258 (2009), pp. 3-4 (www.chicagofed.org).

⁴² OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Report on “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”*, 4 April 2008, pp. 2-3.

protection of its essential security interests; *iv*) fulfilment of its obligations relating to international peace and security⁴³. Nevertheless, it must be noted that even if under the “*Codes*” OECD members have (voluntarily) accepted legally binding obligations and particular mechanisms and procedures of “peer monitoring” and “peer review” between OECD members tend to promote compliance with the “*Codes*”⁴⁴, the actual implementation of and compliance with their “provisions” are ultimately entrusted to national governments “sovereignty”.

That said, the intense voluntary cooperation within the IWG and the OECD towards the definition of internationally shared, non-legally binding, common deontological rules for SWFs managers and for recipient countries’ governments seems to prove that the effects and demands (ethical too) of growing globalisation of trade and capital flows can significantly influence stakeholders’ “inner will” in a more timely and effective manner than statutory precepts. Indeed, as noted, the increasing close links and interdependence between world economies are (*per se*) likely to induce them to adopt economic behaviours and decisions that prove fair, responsible, cooperative and respectful of other subjects’ interest as well as of the common wealth, rather than in contrast with ethical-social canons and values or with the international legal and economic order⁴⁵.

3. In this regard, particularly meaningful is the example of

⁴³ OECD, *Codes of Liberalisation of Capital Movements and of Current Invisible Operations, User’s Guide*, 2003, p. 34.

⁴⁴ OECD, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries - Working Together to Maintain and Expand Freedom of Investment*, Washington, 11 October 2008, p. 6; ID, *Codes of Liberalisation of Capital Movements and of Current Invisible Operations, User’s Guide*, 2003, p. 13.

⁴⁵ MARKHEIM, *Sovereign Wealth Funds: New Voluntary Principles, a Step in the Right Direction*, Centre for International Trade and Economics (CITE), The Heritage Foundation, Web memo, No 2175, December 2008, p. 3.

the Norwegian SWF (i.e. the *Government Pension Fund*) established in 2006 – pursuant to the *Government Pension Fund Act* No 123 of 21 December 2005 – for economic stabilisation and long-term (inter-generational) country’s development objectives⁴⁶, and internationally ranked as the *gold standard* for transparency, accountability, ethical and/or socially responsible investments⁴⁷. As a matter of fact, the Fund is composed of the “*Government Pension Fund – Global*” (*GPF – Global*) and the “*Government Pension Fund – Norway*” (*GPF – Norway*), replacing the “*Government Petroleum Fund*” established in 1990 and the “*National Insurance Scheme Fund*” established in 1967, respectively. The *GPF – Global* invests exclusively abroad, whilst the *GPF – Norway* mainly operates within the domestic market. In both cases, the investment policy aims to maintain wide portfolio diversification and pursue profit maximisation, compatibly with a “moderate” risk profile⁴⁸.

⁴⁶ In particular, in the management of public revenues deriving from the country’s oil activities the *Fund* represents an instrument to prevent/mitigate possible macroeconomic problems associated with the so-called “*Dutch disease*”. The name of such syndrome comes from the adverse impact produced on the Netherlands’ economy by the exploitation, in the ‘60s of large natural gas deposits discovered in the North Sea and the consequent increase (driven by the sharp and large inflows of foreign currencies associated with gas export) in domestic inflation and rapid appreciation of the Dutch currency exchange rate (“*The Dutch Disease*”, *The Economist*, 26.11.1977, pp. 82-83; BARDER, “*A Policymakers’ Guide to Dutch Disease*”, *Centre for Global Development, Working Paper No 91*, July 2006; EBRAHIM-ZADEH, *Dutch Disease: Too much wealth managed unwisely*, *IMF, Finance and Development*, March 2003, Vol. 40, No 1).

⁴⁷ See: CLARK and MONK, *The Norwegian Government Pension Fund: Ethics over Efficiency* (Spring 2010), *Rotman International Journal of Pension Management*, Vol. 3, No 1, 2010, pp. 14-19; ID, *The Legitimacy and Governance of Norway’s Sovereign Wealth Fund: The Ethics of Global Investment*, 15 September 2009 (<http://ssrn.com/abstract=1473973>); IMF, *Sovereign Wealth Funds - A Work Agenda* (M. Allen and J. Caruna), 29 February 2008, p. 8; EATON, *Dragon on a Short Leash: An Inside-Out Analysis of China Investment Corporation*, *Research Centre for International Finance, Working Paper No 0821*, p. 8; VELCULESCU, *Norway’s Oil Fund Shows the Way for Wealth Funds*, *IMF Survey Magazine: Policy*, 9 July 2008; SINGH, “*Sovereign Wealth Funds*” towards a Structural Shift in World Financial Order, *Global Research, Centre for Research on Globalisation*, 11 November 2008.

⁴⁸ As reported, the strategic long-term benchmark portfolio of *GPF – Global* «consists

The governance structure of the Funds is characterised by the clear division of powers and responsibilities between their operational management bodies and competent Norway's political (and ethical) authorities – i.e. the *Storting* (the Parliament) and the Ministry of Finance⁴⁹. In particular, the ownership rights over the Funds' assets and their management responsibility are formally entrusted to the Norwegian Ministry of Finance, along with regulatory and “high level” supervisory powers as to ethical guidelines, corporate governance principles, investment strategies, benchmark portfolio, strategic asset allocation and risk-taking limits⁵⁰. Conversely, the operational management of the *GPF – Global* and *GPF – Norway* is respectively delegated, under *ad-hoc* management agreements, to the Norwegian

of 60 percent equities, 35 percent fixed income instruments, and 5 percent real estate investments» (the Fund is invested globally), instead with reference to *GPF – Norway* «equities account for 60 percent and fixed income instruments for 40 percent [...] with 85 percent allocated to Norway and the remaining 15 percent to Denmark, Finland, and Sweden» (INTERNATIONAL WORKING GROUP, pp. 41-42; NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT (NBIM), *Government Pension Fund Global, Annual Report, 2009*, pp. 24-25). In particular, «the benchmark index for equities in the Government Pension Fund – Global comprises almost 7,700 companies across 46 countries, whilst the benchmark index for bonds comprises more than 10,000 individual securities across approx. 1,600 issuers in the currencies of 21 countries. By way of comparison, the benchmark index for equities in the Government Pension Fund – Norway comprises 196 companies in 4 countries, whilst the benchmark index for bonds comprises 270 individual securities across 62 issuers in the currencies of 6 countries» (NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 20 (2008-2009) to the Storting*, para. 1.2.1, p. 14).

⁴⁹ See: *Statement by Director General Martin Skancke (Asset Management Department, Norwegian Ministry of Finance) before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives, Hearing on “Foreign Government Investment in the U.S. Economy and Financial Sector”*, 5 March 2008, p. 3; BACKER, *Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance Through Private Global Investment* (May 4, 2009), *Georgetown Journal of International Law*, Vol. 41, No. 2, 2009 (<http://ssrn.com/abstract=1398835>), p. 135.

⁵⁰ See: *Regulations on Management of the Government Pension Fund – Global*, laid down by the Ministry of Finance on 22 December 2005 pursuant to the *Government Pension Fund Act* (No 123 of 21 December 2005), as amended. Nevertheless, as reported, «all significant changes to the Fund's investment strategy are in practice presented to Parliament before implementation as a way of ensuring broad political support for important strategic choices» (*Statement by Director General Martin Skancke before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives*, p. 3).

Central Bank (namely the *Norges Bank Investment Management Division – NBIM*) and to the “*Folketrygdfondet*”⁵¹, which are also entrusted with the duty of exercising the Funds’ ownership rights⁵², compliantly with guidelines set forth by the Ministry of Finance.

The relevant institutional framework is also complemented by the “*Council on Ethics*” (“*Etikkrådet*”) for the *GPF – Global* established by Royal Decree of 19 November 2004. The *Council* is essentially an independent “administrative decision-taking body” whose primary task is to submit “recommendations” to the Norwegian Ministry of Finance as to the exclusion of certain companies from the existing and/or potential *GPF – Global*’s investments for ethical reasons⁵³ – namely, on the grounds that the relevant investments are inconsistent with the Fund’s *Ethical Guidelines* or may be in violation of Norway’s obligations under international law. Whereby the Minis-

⁵¹ The *Folketrygdfondet*, having been originally established in 1967 as a “government fund”, on 1 January 2008 assumed the new legal form of “special status company”, primarily to make a clear legal and operational distinction between the managed pool of assets (nowadays the *Government Pension Fund – Norway*) and the independent legal entity managing such pool of assets (i.e. *Folketrygdfondet*). See: NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 16 (2007-2008) to the Storting, on the Management of the Government Pension Funds in 2007*, pp. 32-34.

⁵² NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 16 (2007-2008) to the Storting*, p. 11.

⁵³ Although the recommendations of the “*Council on Ethics*” for the *GPF-Global* do not have the force of law or court decisions, they are deemed to have swiftly assumed legal character. In particular, it has been noted that its «recommendations resemble judgments» of a court of first instance. Indeed «the nature of the ethical judgments being made and the dispositions of the individuals making them has led to a kind of jurisprudence of ethics». In this respect importance has been ascribed to the evidence that the Council recommendations’ touchstone on the exclusion of certain companies from the Fund’s investments has usually been the (legal) «notion of “complicity”» in acts or omissions that constitute an *unacceptable risk* of the Fund contributing to severe violations of fundamental ethical norms or principles. See: CHESTERMAN, *The Turn to Ethics: Disinvestment from Multinational Corporations for Human Rights Violations – The Case of Norway’s Sovereign Wealth Fund*, *American University International Law Review*, Vol. 23 (2008), *NYU School of Law, Public Law & Legal Theory Research Paper Series, Working Paper No 08*, 25 July 2008 (<http://ssrn.com/abstract=1082685>), pp. 605-606).

try decides upon exclusion of companies, the *NBIM* has two full months to dispose of any securities in the company held by the Fund⁵⁴.

With specific reference to such Fund's *Ethical Guidelines* issued by the Norwegian Ministry of Finance in the exercise of its regulatory powers⁵⁵ it is worth noting that they are inspired by two fundamental policy commitments. On one hand, the *GPF – Global* is an instrument for ensuring that a “fair” portion of the country's wealth from non-renewable resources also benefits future generations; it is hence considered to be a fundamental “ethical obligation and responsibility” to manage the Fund so as to generate sound long-term returns, subject to compliance with “sustainable development” conditions in an economic, environmental and social sense. On the other hand, the *GPF – Global* is designed to behave as a “pure financial investor”, with non-strategic holdings⁵⁶ and aiming at maximisation of long-term financial returns⁵⁷, nevertheless essential importance is paid by Norwegian authorities also to the need of embedding “*Cor-*

⁵⁴ See: COUNCIL ON ETHICS FOR THE GOVERNMENT PENSION FUND - NGLOBAL, *Annual Report, 2008*, pp. 4-10; L. CATÁ BACKER, p. 144.

⁵⁵ See: “*Ethical Guidelines. Norwegian Government Pension Fund – Global*”, issued on 22 December 2005 pursuant to regulation on the Management of the Government pension Fund – Global, former regulation on the Management of the Government Petroleum Fund issued on 19 November 2004.

⁵⁶ For example it is provided that «the investments may not be placed such that the Fund attains a holding of more than five per cent of the shares of a single company that confer voting rights», Section 6 (Equity holdings) of *Regulations on Management of the Government Pension Fund – Global*, laid down by the Ministry of Finance on 22 December 2005 pursuant to the *Government Pension Fund Act* (No 123 of 20 December 2005). It is therein provided that «Norges Bank shall exercise voting rights for the Fund. The Ministry of Finance may issue supplementary guidelines for Norges Bank's exercise of ownership. The overall goal of exercise of ownership is to safeguard the Fund's financial interests».

⁵⁷ STRØMMEN (*Royal Norwegian Embassy Washington, D.C.*), *Transparency and Trust: Keys to the Norwegian Pension Fund* (www.norway.org).

porate Social Responsibility” (CSR)⁵⁸ considerations into the Fund’s investment and management decisions⁵⁹. It is indeed explicitly provided that the *GPF – Global* «should not make investments which constitute an unacceptable risk that the Fund may contribute to unethical acts or omissions, such as violations of fundamental humanitarian principles, serious violations of human rights, gross corruption or severe environmental damages»⁶⁰.

That said, the implementation in the operational management of the *GPF – Global* of the ethical and social responsibility principles and commitments set out in the Ministerial *Ethical Guidelines* primarily revolves on the following instruments: *a*) the active exercise of the Fund’s ownership rights in order to influence portfolio companies decisions and governance⁶¹; *b*) the limitation of assets eligible

⁵⁸ See: EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Economic and Social Committee Implementing the Partnership for Growth and Jobs: Making Europe a Pole of Excellence on Corporate Social Responsibility*, Brussels, 22.3.2006, COM (2006) 136 final; TIROLE and BÉNABOU, *Individual and Corporate Social Responsibility*, FEEM Working Paper No 23.2010 (SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1573694>); HERRIGAN, *Corporate Social Responsibility in the 21st Century: Debates, Models and Practices across Government, Law and Business*, Cheltenham: Edward Elgar, 2008.

⁵⁹ Integrating such responsibility into the Government Pension Fund management was deemed necessary as «it promotes values that are important to the Norwegian people, and because it represents an important contribution to raising awareness amongst investors and companies domestically and abroad» (NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 24 (2006-2007) to the Storting, on the Management of the Government Pension Fund in 2006*, para. 4.1.1).

⁶⁰ “*Ethical Guidelines. Norwegian Government Pension Fund – Global*”, par 1, COUNCIL ON ETHICS FOR THE GOVERNMENT PENSION FUND – GLOBAL, *Annual Report*, 2008, pp. 127 and subs.; NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE (Asset Management Department) *The Government Pension Fund - Global (formerly known as the Government Petroleum Fund)*, March 2009, p. 2.

⁶¹ In particular, resorting to “shareholder activism” is aimed at safeguarding the Fund’s financial interests and promoting long-term financial returns, subject however to compliance with specific ethical and social responsibility principles and guidelines, namely those endorsed by the UN and the OECD with regard, *inter alia*, to protection and respect of human rights, working standards, environment and consumers, as well as fight to corruption and tax evasion (UN, *Corporate Citizenship in the World Economy, United Nations Global Compact*, October 2008; ID, *The Ten Principles of the UN Global Compact* (www.unglobalcompact.org); INTERNATIONAL LABOUR ORGANISATION,

for investments by the Fund through “*negative screening*” or “*exclusion*” decisions issued by the Ministry of Finance (on the advice of the Council of Ethics) with reference to specific companies and/or financial instruments⁶².

The adoption of such measures and mechanisms significantly reflects the Norwegian authorities objective of embedding two “differ-

Tripartite Declaration of Principles Concerning Multinational Enterprises and Social Policy, Geneva, 2006; OECD, *Guidelines for Multinational Enterprises*, 2008; ID, *Principles of Corporate Governance*, 2004). Additional objective of the NBIM active and responsible management of GPF – Global’s ownership rights is to promote and support – playing on its status of large and “responsible” institutional investor – the adoption of good corporate governance and fundamental ethical, social and environmental standards also in the Fund’s portfolio companies (NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT, *Government Pension Fund - Global, Annual Report*, 2008 (pp. 46-55). In this respect, the “*Council on Ethics*” recommendations are to be regarded as «an expression of the public interest in “proper” behaviour, according to the criteria set out in the ethical guidelines. As such, the Council is not concerned to affect corporate behaviour except in the sense that ‘naming and shaming’ may prompt companies to reconsider their alliances and management performance [...]. By contrast, the NBIM’s commitment to global standards of corporate governance seeks to affect the structure and performance of the companies that are targets of actions and campaigns. This can be justified on efficiency grounds, as well as ethics. It is widely accepted that well-governed firms are more likely to enhance shareholder value [...]. Equally, it is widely accepted that some governance regimes are more likely to protect the interests of minority shareholders than others such that reform of the regulation of corporate governance in favour of global best practice is consistent with the long term efficiency of global capital markets and the interests of large institutional investors [...]. In this context, the actions of the NBIM in exercising GPF-G’s ownership rights (through proxy voting, sponsoring and supporting shareholder resolutions, and corporate engagement) have the virtue of promoting GPF-G’s financial interests as well as acting consistently with respect to collective welfare» (CLARK and MONK, *The Legitimacy and Governance of Norway’s Sovereign Wealth Fund: The Ethics of Global Investment*, 15 September 2009 (<http://ssrn.com/abstract=1473973>), p. 20).

⁶² A “*negative screening*” decision has the effect of excluding from the Fund’s potential investment universe companies which, either directly or through controlled entities, produce weapons whose normal use violates fundamental humanitarian principles, or sell weapons or military materials to specific countries. The ministerial decision of excluding companies and/or financial instruments from the Fund’s investment portfolio is instead issued in the event of identified unacceptable risk that the relevant company «contributes to or is responsible for: a) serious or systematic human rights violations, such as murder, torture, deprivation of liberty, forced labour, the worst forms of child labour and other child exploitation; b) serious violations of the rights of individuals in situations of war or conflict; c) severe environmental damage; d) gross corruption; e) other particularly serious violations of fundamental ethical norms» (Section 2(3) of the “*Guidelines for observation and exclusion from the Government Pension Fund Global’s investment universe*”, adopted by the Norwegian Ministry of Finance on 1 March 2010 pursuant to Act No 123 of 21 December 2005 on the Government Pension Fund).

ent” fundamental approaches to ethical issues into the operational management the Fund – notably the so-called “teleological ethics” and “deontological ethics”⁶³, whose theoretical opposition «underlines many of the disputes in the general study of right action»⁶⁴. Indeed, as noted, «the idea of teleological ethics in recent usage has been understood, most fundamentally, as standing in contrast with “deontological” approaches to ethics. Deontological morality requires people or societies sometimes to act in disregard of and even against good consequences (e.g. by forbidding the killing of an innocent person even if that is the only way one can prevent a greater loss of human life). Teleological theories, by contrast, are all supposed to accept some version of the idea that the end (always) justifies the means»⁶⁵.

In particular, as noted, the *NBIM*’s duty to resort to “shareholder activism”⁶⁶ in order to protect *GPF-Global* financial interests, without prejudice to compliance with ethical and social responsibility principles and guidelines (namely those endorsed by the UN⁶⁷ and the

⁶³ As observed by the Committee appointed by the Norwegian government in 2002 to define *ethical guidelines* for the *Government Petroleum Fund* (replaced by *GPF – Global*) these two approaches primarily influence the Fund investment choices «in that deontological ethics will dictate that certain investments must be avoided under any circumstances, while teleological ethics will lead to the avoidance of investments that have less favourable consequences and the promotion of investments that have more favourable consequences», *The Report from the Graver Committee*, 7.11.2003 (www.regjeringen.no), para. 2.2.

⁶⁴ *The Cambridge Dictionary of Philosophy*, Second Edition, General Editor AUDI, Cambridge University Press, 1999, p. 287.

⁶⁵ *Encyclopaedia of Ethics*, Second Edition, Vol. III, Editors BECKER and BECKER, Routledge, New York and London, 2001, pp. 1691-1692.

⁶⁶ For an interesting distinction between “offensive” and “defensive” shareholder activism, also compared to other forms of investor involvement in corporate affairs see: ARMOUR and CHEFFINS, *The Rise and Fall (?) of Shareholder Activism by Hedge Funds*, *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 136/2009*, 1 September, 2009 (<http://ssrn.com/abstract=1489336>), pp. 2-7.

⁶⁷ UN, *Corporate Citizenship in the World Economy*, *United Nations Global Compact*, October 2008; ID, *The Ten Principles of the UN Global Compact* (www.unglobalcompact.org); INTERNATIONAL LABOUR ORGANISATION, *Tripartite Declaration of Principles Concerning Multinational Enterprises and Social Policy*, Ge-

OECD⁶⁸ with regard, *inter alia*, to protection and respect of human rights, working standards, environment and consumers, as well as fight to corruption and tax evasion), essentially reflects the adherence to a “teleological” concept of ethics⁶⁹.

Conversely, the Ministerial “*negative screening*” and “*exclusion*” decisions regarding investments associated with a non acceptable risk of *GPF-Global* “complicity in” or “contribution to” gross or systematic violation of ethical rules and principles⁷⁰ appear to be inspired by a “deontological” approach to ethics (as expressed for instance by the Kantian concept of “categorical imperative”⁷¹).

However, the ministerial power to intervene for *ethical reasons* in the Fund’s investment choices shall not be construed as improper governmental interference in the Fund’s “entrepreneurial” choices⁷²,

neva, 2006.

⁶⁸ OECD, *Guidelines for Multinational Enterprises*, 2008; ID, *Principles of Corporate Governance*, 2004.

⁶⁹ Broadly speaking, «a teleological ethical theory explains and justifies ethical values by reference to some final purpose or good [...] Ancient Greek theories are “teleological because they identify virtue with the perfection of human nature. Modern utilitarianism is “teleological” because it defines right conduct as that which promotes the best consequences». See: *Concise Routledge Encyclopaedia of Philosophy*, Routledge, London, 2000, pp. 879 and 909.

⁷⁰ Notably with regard to “complicity” or “contribution” concepts, the “*Council on Ethics*” is reported to have widely referred to (strictly) juridical notions, thus demonstrating how difficult it is to keep «law, ethics, and politics distinct» (CHESTERMAN, pp. 587-589 and 610).

⁷¹ CHESTERMAN, p. 587. As noted, in order to better «understand the concept of a categorical imperative, one must grasp the basic distinction that Kant draws between hypothetical imperatives and categorical imperatives. A hypothetical imperative represents an action as good or necessary as a means to some desired end or interest; it says that one ought to perform the action as a means to this end or the fulfilment of this interest. A categorical imperative, by contrast, represents an action as good or necessary in itself, without reference to any further end beyond the action, in which the agent is presumed to have an interest; it says that one ought to perform a certain action for its own sake, regardless of one’s desires and interests» (*Encyclopaedia of Ethics*, Second Edition, Vol. I, Editors BECKER and BECKER, Routledge, New York and London, 2001, p. 190).

⁷² Nevertheless, it has been noticed that certain ambiguity is so induced in the Fund’s behaviour; indeed the Norwegian SWF «operates like a private investment fund to the extent that it seeks to maximise shareholder value, but the maximisation of shareholder

rather as a measure necessary to ensure that *GPF – Global* is managed as a global and “responsible” institutional investor (namely, an investor taking into account good corporate governance principles as well as environmental and social values and factors) and that its operations are backed by wide consensus from the international public opinion and the various constituencies of Norway’s population, thus ultimately enjoying adequate democratic legitimisation. In particular, the role as a “responsible investor” to promote sustainable development in economic, environmental and social terms is also regarded by the Norwegian authorities «as a precondition for good financial returns over time»⁷³ (nevertheless, in case of conflict, the Government will «give priority to being a responsible investor in its management of the fund»⁷⁴).

To sum up, it results a legal, political and economic framework where a close connection is assumed between «sustainable economic development and sustainable social and environmental development, so that the [...management of the country’s national financial wealth through a SWF is expected to benefit, even from the mere economic-financial point of view...] from companies respecting fundamental ethical norms»⁷⁵. That said, in the event of conflicts, the objective of profit maximisation proves residual compared to the primary objec-

value in this case requires that the Fund be used to effect the global governance goals of the Norwegian State [...]. That ambiguity is nicely evidenced in the way in which investment policy has driven my notions of corporate social responsibility and in the way in which the Global Fund has responded to the financial crisis of 2008» (CATÁ BACKER, pp. 148-149).

⁷³ NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 20 (2008-2009) to the Storting*, para. 2.1.1.

⁷⁴ NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 20 (2008-2009) to the Storting*, para. 1.1.

⁷⁵ *Statement by Director General Martin Skancke before the Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives*, p. 4.

tive of ensuring the necessary compliance, also within economic behaviours (notably as to the State or “Sovereign” entities), with diversified and heterogeneous ethical and social responsibility principles⁷⁶.

The Kingdom of Norway’s comprehensive approach to ethical and social issues in the management of its national wealth appears to suggest that – thanks to substantially “public” nature and growing importance of SWFs as global, large and long-term institutional investors – SWFs investment policies can *de facto* exert also a strong positive ethical and social “regulatory” influence on the “global governance” of international capital flows and financial markets, in some cases even more effectively than the influence deriving from possible statutory legal instruments or *soft law* rules⁷⁷.

Besides that, the same influence can be exerted by SWFs and other “responsible” institutional investors on the “corporate governance” and management of companies interested in attracting their investments⁷⁸, notably as to the (desirable) greater integration between the profit maximisation objective and ethical and social responsibility principles and commitments⁷⁹, as well as the mitigation of so-called

⁷⁶ NORWEGIAN MINISTRY OF FINANCE, *Report No 20 (2008-2009) to the Storting*, para. 2.1.1.

⁷⁷ On pros and cons of legal and semi-legal instruments (e.g. voluntary code of conduct or *soft laws*) to regulating multinational corporations, see: CHESTERMAN, pp. 594-605.

⁷⁸ For example, as noted, the exclusion of certain companies from the *GPF – Global investments* «is not merely a business decision, but an effort to create incentives for change in the behaviour of the companies affected» (L. CATÁ BACKER, p. 147)

⁷⁹ CHESTERMAN, *Laws, Standards or Voluntary Guidelines?* – Address on the occasion of the “*Investing for the Future. Financial Investment and Ethical Challenges*” Conference, Oslo, 16-17.1.2008, (www.regjeringen.no). On the conflicts and complementarities between “*corporate governance*”, “*corporate social responsibility*” and profit maximisation, see: BELTRATTI, *The Complementarity between Corporate Governance and Corporate Social Responsibility, The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Palgrave Macmillan Journals, Vol. 30(3), June 2005, pp. 373-386.

“short-termism” (or “managerial myopia”) in investment and business decisions⁸⁰.

In particular, as noted, “the turn to ethics as a means of improving behavior of multinational corporations offers an opportunity but also an opportunity cost: ethics can be a means of generating legal norms, through changing the reference points of the market and providing a language for the articulation of rights; yet they can also be a substitute for generating those norms. The Norwegian Council on Ethics demonstrates both tendencies”⁸¹.

Simone Mezzacapo

Ricercatore di Diritto dell’Economia
nell’Università degli Studi di Perugia

⁸⁰ ASPEN INSTITUTE, *Overcoming Short-termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, 9 September 2009; HALDANE, *Patience and Finance*, Oxford China Business Forum, Beijing, Bank of England, 2 September 2010; DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis and Corporate Governance* (March 21, 2011), San Diego Legal Studies Paper No. 11-052 (<http://ssrn.com/abstract=1794190>); DEPARTMENT FOR BUSINESS, INNOVATION AND SKILLS, *A Long-Term Focus For Corporate Britain*, October 2010.

⁸¹ CHESTERMAN, p. 615.

LA CONFLITTUALITÀ IN AMBITO BANCARIO

A SEGUITO DELLA *CRISI FINANZIARIA* *

ABSTRACT: This paper concerns the disputes in the banking sector and their development after the financial crisis. The analysis of the procedural regulation starts from the legislation before MiFID directive (Dir. 2004/39/CE), focusing on two important Court's cases (Cassazione no 19024/2005 and no. 26725/2007). Then, the essay shows several limits of MiFID directive, according position of EU Commission. In the paper perspective, credit and counterpart risk are two of the most relevant issues to resolve in order to minimize the disputes.

1. E' con viva commozione che oggi insieme ad altri studenti degli anni 80 del secolo scorso, laureatisi col prof. Mauro Giusti, sono qui a rendergli la mia testimonianza di affetto e devozione, per avermi introdotto agli studi di «diritto dell'economia» ed istradata su un percorso lavorativo che ha segnato la mia vita.

Oggi si parla di «crisi finanziaria», argomento che - come è noto - è al centro della ricerca scientifica, non solo giuridica ma anche economica. La mia riflessione affronta la problematica relativa all'incidenza della crisi sulla *dimensione conflittuale* dei rapporti tra intermediari e clientela.

E' questo un tema cui da tempo sto dedicando la mia attenzione e che ritengo, al presente, meritevole di specifico approfondimento in relazione all'impatto che su di esso ha avuto la crisi. Ed invero,

* Testo dell'intervento tenuto in occasione della «Giornata di studi in onore di Mauro Giusti», dedicata all'approfondimento della tematica «Il diritto dell'economia ai tempi della crisi» (Pisa, 9 giugno 2011).

quest'ultima, nel dar spazio ad intenti speculativi, ha minato alla base i criteri ordinatori fissati dal nostro legislatore per la realizzazione delle negoziazioni di strumenti finanziari in modalità equilibrate.

E' appena il caso di far presente che la normativa riguardante la negoziazione dei prodotti finanziari appare preordinata ad evitare tentativi di sopraffazione da parte degli intermediari che - spesso facilitati dalla poca trasparenza che talora caratterizza l'*agere* finanziario - tendono a trarre profitto dalle profonde asimmetrie che connotano i mercati finanziari; il processo evolutivo della regolazione finanziaria è infatti riconducibile al superamento del divario tra contraenti forti (gli intermediari) ed altri (i risparmiatori-investitori) che operano in un contesto di sicura subordinazione e, dunque, di debolezza.

Siamo in presenza di una realtà giuridica nella quale il regolatore mira, attraverso opportune modifiche della disciplina speciale, ad un "innalzamento" della protezione del consumatore di servizi finanziari; ciò nel convincimento che solo la convergenza tra le finalità di tutela del consumatore e quelle che presiedono all'affermazione di un sistema concorrenziale potrà avere come risultato il buon funzionamento del mercato e, dunque, assicurarne l'efficienza.

Non v'è dubbio che in presenza di negoziazioni che hanno avuto ad oggetto titoli tossici e titoli rivenienti dalle cartolarizzazioni dei «mutui subprime» - forme operative che la dottrina unanimamente pone a base degli eventi di patologia finanziaria che ci occupano - possono determinarsi contestazioni fondate sulla poca trasparenza dell'*agere* degli intermediari. A ciò aggiungasi una diffusa tendenza a trascurare i criteri ordinatori presi in considerazione dalla regolazione per identificare la propensione al rischio degli investitori (cd. profilatura della clientela).

2. E' bene muovere, nel nostro discorso, dal noto orientamento giurisprudenziale affermatosi in epoca antecedente all'introduzione della Mifid nel nostro paese.

Mi riferisco alla soluzione data da molti giudici di merito alle controversie aventi ad oggetto la negoziazione di titoli emessi da soggetti divenuti insolventi; controversie nelle quali l'inosservanza delle regole comportamentali elencate nell'art.21 t.u.f. sovente è stata invocata come causa di nullità del contratto di investimento per violazione di *norme imperative* (ai sensi dell'art.1418, comma 1, c.c.)¹.

Sotteso a siffatta impostazione dei *ricorsi* (con i quali sono state portate in giudizio le ragioni dei risparmiatori-consumatori di servizi finanziari) è, di certo, l'intento di fondare su detta declaratoria di nullità la proposizione di una domanda di risarcimento estesa a ricomprendere non solo l'intero ammontare della somma oggetto dell'investimento (maggiorata degli interessi legali), ma anche eventuali accessori (quali, ad esempio, il ristoro di presunti *danni biologici* subiti in conseguenza del trauma causato dalla perdita dei propri risparmi).

Non a caso, valutando l'impatto dei recenti *default* finanziari sul risparmio diffuso è stato evidenziato che "la nullità per violazione delle regole di comportamento da parte dell'intermediario sembra appari-

¹ Ciò nel riferimento al disposto dell'art. 1418, comma 1, c.c., e seguendo l'impostazione della Cassazione nella nota sentenza n. 3272/2001, secondo cui "in presenza di un negozio contrario a norme imperative, la mancanza di un'espressa sanzione di nullità, non è rilevante ai fini della nullità dell'atto negoziale in conflitto con il divieto, in quanto vi sopperisce l'art. 1418, comma 1, c.c., che rappresenta un principio generale rivolto a prevedere e disciplinare proprio quei casi in cui alla violazione dei precetti imperativi non si accompagna una previsione di nullità". Si sottolinea cioè l'esistenza, nella materia dell'intermediazione finanziaria, di interessi anche di carattere generale che rendono inderogabili le regole di comportamento.

re come la via breve per giungere alla compensazione dell'investitore da parte di una *deep pocket* sicuramente capiente”². E' apparso chiaramente ad ampia parte della dottrina che il ricorso al rimedio della nullità identifichi una via corta e facile da perseguire, grazie all'automatismo del meccanismo risarcitorio³.

In argomento è intervenuta la Corte di Cassazione, in un primo momento con la sentenza del 29 settembre 2005, n.19024⁴, che ha ribadito come la nullità (*virtuale*) operi solo quando la violazione attenga ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, cioè relativi alla struttura o al contenuto del contratto⁵; successivamente, a Sezioni Unite, con sentenza del 19 dicembre 2007, n. 26725, chiarendo che “il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato”⁶.

² Cfr. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari*, Relazione al Convegno su “Nuove prospettive della tutela del risparmio”, organizzato dall'Associazione G.F. Campobasso, Napoli, 27/28 maggio 2005, p.6.

³ Mi sia consentito il rinvio a PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, capitoli V e VI, ed ivi ampia bibliografia.

⁴ Cfr. Cass., sez. I civ., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Danno e responsabilità*, 2006, p. 25 ss., con nota di ROPPO - PFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: due punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*; e in *Giur. Comm.*, 2006, II, p.626 ss., con nota di SALODINI, *Obblighi di informativa dell'intermediazione finanziaria e risarcimento del danno. La Cassazione e l'interpretazione evolutiva della responsabilità contrattuale*. Cfr., altresì, LEMMA, *Violazione delle regole di condotta nello svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria e tutela giurisdizionale*, in *Mondo bancario*, 2006, n. 1, p. 53 ss.

⁵ Alcuni Tribunali, seppur con riguardo al regime *ante* MiFID, hanno recentemente ritenuto che le disposizioni sul contenuto minimo del contratto-quadro costituiscano invece una norma imperativa, posta a tutela non solo del contraente debole, ma anche di un interesse pubblicistico (il buon funzionamento dei mercati finanziari) e che, pertanto, la loro violazione comporti la nullità del contratto (Trib. Bologna 2 marzo 2009; Trib. Saluzzo 28 aprile 2009).

⁶ Cfr. Cass. Sez. Unite, 19 dicembre 2007, nn. 26745 e 26725, in *Danno e responsabilità*, 2008, 525 ss., con note di ROPPO e BONACCORSI; la sentenza è consultabile an-

Più in particolare, si precisa che trattandosi di comportamenti che afferiscono alla fase precedente o successiva alla conclusione del negozio potrà, a seconda dei casi, ravvisarsi un'ipotesi di «responsabilità precontrattuale» ovvero di inadempimento «contrattuale», con conseguente possibilità di legittimare la richiesta di risarcimento o, addirittura, in caso di inadempimento di eccezionale gravità la *pesantissima* sanzione della risoluzione del rapporto⁷. Se ne deduce che solo in casi estremi la gravità della trasgressione commessa sarà tale da legittimare la restituzione dell'intero valore dell'investimento (con un effetto pari a quello che si otterrebbe in presenza di una declaratoria di nullità).

Va peraltro segnalato che, a seguito della decisione delle SS.UU. della Cassazione, si afferma un orientamento giurisprudenziale volto a concedere con eccessiva “generosità” l'ammissione della risoluzione del contratto in presenza di violazione di regole di condotta nella prestazione di servizi finanziari. Sicché il risarcimento per inadempimento correlato al valore degli strumenti finanziari oggetto di negoziazione finisce, nella sostanza, col tradire lo spirito del giudicato della

che su: www.ilcaso.it, con nota di SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, documento n. 92. p.4. In argomento cfr. anche GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. impr.*, 2008, 1 ss.; TUCCI A., *La violazione delle regole di condotta degli intermediari tra “nullità virtuale”, culpa in contraendo e inadempimento contrattuale*, in *Banca borsa e titoli cred.*, 2007, II, p. 648 ss.

La Corte, Sez. Unite civili, con la citata sentenza del 2007 riprende l'orientamento sul punto espresso da Cass., sez. I civ., 29 settembre 2005, n. 19024, già richiamata. In senso conforme v. Cass. 25 giugno 2008, n. 17340, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2009, I, 24 ss., con nota di MARINUCCI; Cass., Sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Danno e responsabilità*, n. 5/2009, p. 503 ss. Tra i giudizi di merito v. Tribunale di Bologna, sez. II, 2 marzo 2009, n. 1161, in *Corriere giuridico* 9/2009, p. 1255 ss., con nota di SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'operazione finanziaria e dovere di astenersi*, p.1257 ss.

⁷ In tal senso si era già pronunciata parte della dottrina in epoca antecedente alla decisione della Cassazione in esame. Cfr., tra gli altri, ROPPO, *La tutela del risparmiatore tra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond e tango bond)*, cit., p. 616.

Suprema Corte.

Va da sé che l'indirizzo interpretativo affermatosi dopo la menzionata sentenza delle SS.UU. della Cassazione rischia di perpetuare, sul piano delle concretezze, la logica della cd. *nullità virtuale*, facendo ricadere sull'intermediario l'onere di scelte di investimento rivelatesi sbagliate⁸.

Non v'è dubbio che gli intermediari durante la crisi hanno venduto prodotti finanziari non muniti di un sottostante valido e, dunque, il più delle volte privi di effettività.

Ciò con la conseguenza di dare nuova linfa ad orientamenti giurisprudenziali che, vanificando i contenuti contrattuali delle operazioni poste in essere, riproporranno ancora soluzioni volte a riconoscere l'inadempimento dell'intermediario e, quindi, la possibile risoluzione del contratto.

Da qui il rinnovarsi di una problematica interpretativa incentrata sulla valutazione delle condotte tenute dagli operatori; ad essa fa riscontro l'esigenza di ribadire in termini di rinnovata efficacia l'orientamento della Cassazione a Sez. Unite e, dunque, di porre fine all'orientamento del giudici di merito che, sia pure in modalità for-

⁸ Cfr. VENTURI E., *Inaccettabilità di un recente orientamento giurisprudenziale alla luce delle indicazioni della c.d. Mifid*, in *Mondo Bancario*, 2008, n. 1, p. 53 ss. Nello stesso senso anche CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della Mifid. Profili sistematici*, cit., p. 62 ss.

A conferma di ciò si richiama la recente pronuncia del Tribunale di Ravenna che, in data 17 novembre 2010, ha accolto le pretese del cliente (che chiedeva il rimborso del costo sostenuto per l'acquisto di azioni Parmalat tramite *trading online*) dichiarando la nullità del contratto sulla base dell'assunto che l'obbligo della forma scritta a pena di nullità *ex art. 23 t.u.f.* non trova applicazione al solo contratto quadro di negoziazione ma anche a ciascun singolo ordine d'acquisto.

La sentenza appare in contrasto con soltanto con taluni orientamenti delle Sezioni unite di Cassazione, come si è detto, ma anche con la comunicazione Consob n. DIN/10047146 del 21 maggio 2010, nella quale l'Autorità ha ribadito che la normativa Mifid non prevede alcun requisito formale per i singoli ordini, che verranno validamente conferiti se l'intermediario (come peraltro nel caso di specie ha accertato lo stesso Tribunale) ha garantito la corretta riconducibilità delle singole disposizioni ai clienti.

malmente corrette, hanno disapplicato in moltissimi casi le indicazioni della Suprema Corte.

3. Sotto altro profilo, la recente crisi sembra aver ridimensionato la effettività dei criteri ordinatori (e, quindi, degli obiettivi) posti dalla direttiva Mifid; ciò in quanto quest'ultima si è rivelata non in grado di tutelare adeguatamente i risparmiatori sulla base della nota classificazione (*rectius*: tripartizione) tra categorie di investitori (da essa introdotti) quale criterio di riferimento per un diverso approccio operativo degli intermediari. Analogamente, il discrimine tra adeguatezza ed appropriatezza - quale canone del diverso regime disciplinare ascritto alle condotte (differenziate) degli intermediari - è risultato insufficiente nell'impedire che prodotti tossici costituissero oggetto di compravendite riconducibili vuoi ad attività di consulenza tecnica, vuoi di gestione di portafogli.

Da sottolineare al riguardo come, in vista di un ripensamento del complesso dispositivo di cui trattasi, la Commissione Europea, con il documento di consultazione pubblicato di recente sul proprio sito internet⁹, ha proposto talune innovazioni volte a prevenire, per il futuro, il ripetersi di effetti negativi analoghi a quelli di recente fatti registrare dalla crisi.

Più in particolare, a protezione degli investitori¹⁰ si è ravvisata la necessità di meglio puntualizzare l'ambito di applicazione della diret-

⁹ Lo si veda su: ec.europa.eu .

Giova far presente che il testo posto in consultazione non rappresenta ancora un articolato normativo trattandosi di un documento contenente l'individuazione delle aree critiche sulle quali intervenire normativamente, rinviando ad un momento successivo l'adozione di una formale proposta di revisione della MiFID

¹⁰ Le novità in materia di protezione degli investitori e prestazione dei servizi di investimento sono contemplate nel capitolo 7 (p. 50 ss.).

tiva Mifid, nonché di riferire i contenuti disciplinari di quest'ultima anche alla vendita di depositi strutturati da parte delle banche, attesa la loro fungibilità con gli strumenti finanziari nel perseguimento di obiettivi di investimento a lungo termine. Ciò nell'ottica sia di realizzare la piena convergenza degli ordinamenti giuridici degli Stati membri (e, dunque, di giungere alla definizione di un codice finanziario europeo), sia di rimuovere le criticità collegate alla raccomandazione di prodotti non adeguati ed alla scarsa consapevolezza dei risparmiatori sui rischi associati ai prodotti complessi. A tal fine viene previsto il rafforzamento dei poteri delle autorità comunitarie, le quali potranno anche vietare determinate attività ritenute pericolose per la tutela dei risparmiatori e l'integrità dei mercati (in tal senso risulta orientato il capitolo 9 del documento di consultazione).

E', inoltre, resa più difficile la possibilità per gli Stati membri di introdurre disposizioni più severe in deroga alla MiFID (facoltà di cui sinora si sono avvalsi il Regno Unito, la Francia e l'Irlanda), prevedendosi che l'obbligo di notifica alla Commissione europea delle disposizioni in deroga riguardi non soltanto l'adozione iniziale delle stesse, ma ogni successiva integrazione o modificazione (così il paragrafo 8.1.3. del documento in oggetto).

Va ricordato che, nel nostro ordinamento giuridico, le regole di condotta (che incidono sui conflitti di interesse in materia di prestazione di servizi di investimento) si applicano già alla vendita di prodotti strutturati delle banche, ancorchè non siano strumenti finanziari quando si tratta di vendita diretta (ai sensi dell'art. 25 bis t.u.f.) e vendita fuori sede (art.30 t.u.f.), i cui ambiti applicativi sono individuati con riferimento ad un concetto esteso di prodotto finanziario, la cui nozione abbraccia "ogni forma di investimento di natura finanziaria".

Il fatto che alcune soluzioni proposte dalla Commissione EU siano già state adottate nel nostro paese (in virtù di politiche legislative anticipatorie) fa sì che questi suggerimenti siano favorevoli al sistema italiano per gli effetti positivi che tale convergenza produrrà a livello generale (estendendo a tutti gli intermediari comunitari normative attualmente in vigore solo in un ambito nazionale).

Da ultimo, sempre in una logica volta a superare le carenze evidenziate dalla Mifid, la Commissione Europea dà significativi suggerimenti in ordine alle modalità organizzative degli intermediari ed alla stessa *governance* di questi ultimi, identificando sul punto peculiari tecniche procedurali di cui gli intermediari si dovranno dotare per migliorare la prestazione dei servizi di investimento.

Anche con riguardo a detto ambito d'interventi, si segnala che alcune indicazioni per tal via fornite sono già presenti nel nostro ordinamento¹¹, mentre altre dovranno essere recepite e richiederanno un'analisi attenta al fine di individuarne i riflessi vuoi sulle misure organizzative, sulle procedure interne e sui sistemi informativi e di controllo, vuoi, eventualmente, e in correlazione anche con tali modifiche, sulle politiche commerciali e sulle scelte di *business*.

4. Tra gli effetti più rilevanti della crisi, destinati ad influenzare il sistema finanziario per i prossimi anni, v'è di certo l'aumentata perce-

¹¹ Ad esempio: i requisiti di onorabilità e professionalità debbano essere posseduti da tutti i membri dell'organo amministrativo (esecutivi e non esecutivi) e non soltanto dalle persone che effettivamente gestiscono l'impresa; essi dovrebbero includere anche l'impegno di tempo, specialmente da parte dei membri non esecutivi.

La Commissione europea intende rafforzare il ruolo delle funzioni di compliance, risk management e internal audit; considera nevralgica la fase della progettazione dei prodotti, delle operazioni e dei servizi da offrire alla clientela sia *retail* sia professionale. Tali concetti in Italia sono stati anticipati dalla Consob con le raccomandazioni in materia di distribuzione dei prodotti finanziari illiquidi agli investitori *retail* (v. la comunicazione della Consob del 2 marzo 2009, in Circolare Assoreti n. 18/09).

zione del rischio di credito e di controparte. Al riguardo, non può non ricordarsi brevemente l'attuale problema dello "*shadow banking*", rappresentato dal fenomeno dell'intermediazione creditizia condotta da soggetti non appartenenti al settore bancario e, pertanto, non sottoposti alla medesima disciplina prudenziale. Occorre, infatti, tener presente che, nel momento in cui si rende più rigorosa l'applicazione di quest'ultima per le banche, aumenta l'incentivo delle stesse a sfruttare il sistema "ombra", circostanza che fa sorgere rischi rilevanti per la stabilità del settore.

E' noto come la crisi attuale abbia determinato profonde mutazioni nel sistema finanziario: si sono atrofizzati alcuni mercati relativi a strumenti finanziari strutturati; sono nate nuove autorità di vigilanza e nuovi canali di coordinamento; alcune banche sono fallite o sono state salvate con interventi pubblici; sono stati istituiti meccanismi permanenti di intervento in caso di crisi.

Non posso concludere il mio intervento senza fare riferimento alla fondamentale importanza che nel delineato contesto assumono i sistemi di ADR - *alternative dispute resolution*. E' indubbio che la riferibilità a tali sistemi alternativi assurge a criterio di fondamentale importanza nel delineato contesto innovatore della disciplina giuridica necessaria ad assicurare una pronta e più spedita soluzione delle controversie in materia bancaria e finanziaria.

Ed invero, la possibilità di interventi di sostanziale conciliazione - realizzati sulla base di un significativo concorso tra autorità di settore, organizzazioni rappresentative dei consumatori di servizi finanziari e privati - si profila di più immediata realizzazione rispetto ad altri meccanismi aventi similare finalità; e ciò con riguardo vuoi alla speditezza delle procedure, ed al tecnicismo che potrà qualificare le

soluzioni adottate, vuoi al risparmio dei costi che li rende fruibili da chiunque.

Va considerato che le ADR si adattano bene alla tipologia di controversie che ricorrono nei mercati finanziari tra clienti e intermediari, essendo frequente il caso in cui i primi non hanno interesse ad interrompere il rapporto con i secondi (per evitare, ad esempio, di dover stipulare nuovi contratti di prestazione con altri intermediari ovvero per impedire interruzioni di sorta nella prestazione dei servizi di investimento), ma solo a essere risarciti per un danno occasionale (essendo soddisfatto sotto altri profili).

Diversamente, la decisione di adire l'autorità giudiziaria per ottenere il riconoscimento delle proprie ragioni implica una risoluzione traumatica del rapporto intermediario-cliente, che può essere ritenuta non gradita, come testé precisavo.

Per converso, l'intermediario, per parte sua, ha solitamente interesse a proseguire nel rapporto contrattuale con il cliente, rivelandosi disponibile, a tal fine, anche alla corresponsione di un eventuale rimborso richiesto dallo stesso cliente¹².

Naturalmente, la riferibilità alle ADR implica la valutazione di complessi e numerosi problemi ancora in via di definizione (dalla posizione nella fattispecie assunta dalle Autorità di settore¹³, alla identificazione della natura dell'*iter* procedimentale seguito).

Ma questa è un'altra storia sulla quale non mi intrattengo in questa sede avendo, seppur in maniera sintetica, tentato di esaurire nei

¹² In tal senso si esprime SICLARI, *La Camera di Conciliazione presso la Consob e la relativa procedura: prime note*, consultabile su www.amministrazioneincammino.it, 5 giugno 2009.

¹³ Posizione che ha indotto un autorevole studioso a configurare nella fattispecie la presenza di un "giudice – autorità"; cfr. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari finanziari. La prospettiva dell'ADR*, in *Banca e borsa*, 2010, I, p. 261 ss.

tempi assegnatimi la tematica che mi ero prefissa di esporre. Concludo sottolineando che la recente recessione ha avuto inevitabili ripercussioni sulle fasce più deboli della popolazione, totalmente estranee ai giochi di potere condotti sui tavoli dell'alta finanza, dove spesso ci si dimentica che "ogni decisione economica ha una conseguenza di carattere morale" (Benedetto XVI).

Mirella Pellegrini

Associato di Diritto dell'economia
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

THE BASEL III GLOBAL REGULATORY FRAMEWORK:

A CRITICAL REVIEW *

ABSTRACT: L'accordo sul capitale delle banche (Basilea II) esigeva una fondamentale revisione, in relazione ai requisiti di capitale, ai filtri prudenziali, alla forte prociclicità, ai problemi di liquidità e di disallineamento delle scadenze, alla formulazione dei Pillar 2 e 3, al "sistema bancario parallelo", e più in generale all'isolamento rispetto alla supervisione macroprudenziale e alla sorveglianza microprudenziale con il quale era stato concepito. Il sistema di regolamentazione allargato di Basilea III rappresenta un passo avanti nel correggere tali le carenze, ponendosi come uno degli elementi del processo di riforma complessiva del sistema finanziario. Una valutazione oggettiva e approfondita non è facile: molte questioni chiave, infatti, restano ancora irrisolte. In questa nota, sono criticamente riviste le caratteristiche principali dello standard e illustrate proposte di adattamento/correzione dell'intero framework, con particolare riferimento a: timeline dei requisiti di capitale, applicazione di (non-risk based) leverage e liquidity ratios, formulazione di capital buffers, definizione di filtri risk-weighting uniformi per i diversi modelli bancari, inadeguato riconoscimento dell'intreccio tra rischio sovrano e rischio SIFIs, valutazione di procedure di risanamento e risoluzione, inadeguato approccio ai toxic assets, disincentivi alla finanza di lungo termine nell'attività bancaria, insufficiente attenzione allo shadow banking. Tutte queste questioni meritano una immediata considerazione e approfondite azioni correttive; non affrontarle potrebbe portare a conseguenze destabilizzanti, piuttosto che stabilizzanti, del sistema bancario e di quello finanziario.

SUMMARY: 1. Introduction. - 2. Basel III: key features. – 2.1. Increased Capital Requirements on RWA. - 2.2. Details of Transition Arrangements. - 2.3. Other Requirements. - 3. Suggested adaptations/changes. - 3.1. The timeline of capital requirements. - 3.2. Non Risk-Based Complementary Requirements (leverage and liquidity ratios). - 3.3. Capital buffers. - 3.4. One size fits all? - 3.5.

* My gratitude to Franco Bassanini, Jacques de Larosière, Giovanni Gentili, Daniel Gros, Renato Maino, Philippe Maystadt, Giancarlo Mazzoni, Floricel Rugiero, Giovanni Sabatini, Gianfranco Torriero, Gianfranco Vento and two anonymous referees for helpful comments does not connote their complicity in the views expressed and in any remaining faults of this paper.
Contributo approvato dai revisori.

The intertwining of sovereign and SIFI risk. - 3.6. Systemically important banks and recovery and resolution procedures. - 3.7. Toxic assets. - 3.8. Removing disincentives to long term finance in banking. - 3.9. Shadow banking and capital market activity. - 4. Summary and concluding remarks.

1. The Basel capital standard is based on a simple and correct premise: bankers and supervisors should take into account that bank capital is a loss-absorbing cushion, which must be geared to risk-weighted activities of the bank.

This does not imply that there is a target capital ratio which can deliver a desired degree of stability of the banking system. Moreover, the attempt to identify and regulate the appropriate ratio through omni comprehensive well-defined, detailed, highly complex statistical models is fundamentally wrong and led to repeated dangerous failures.

The first of the capital accords, Basel I (1988-2002), gave the banks the possibility of capital arbitrage by shifting between on-balance assets with different weights and, above all, through securitisation and (apparent) disintermediation, to off-balance sheet.

Basel II (2004), which never came fully into effect, notably in respect of Pillars 2 and 3, attempted to overcome major deficiencies, but was inherently flawed in its attempt to model relevant risks, in its procyclicality and in assigning credit rating agencies a near monopoly power in assessing risk of the most complex, ever changing financial products/operations.

The need for major changes in the international bank capital standard became evident, and great efforts were devoted to its revision.

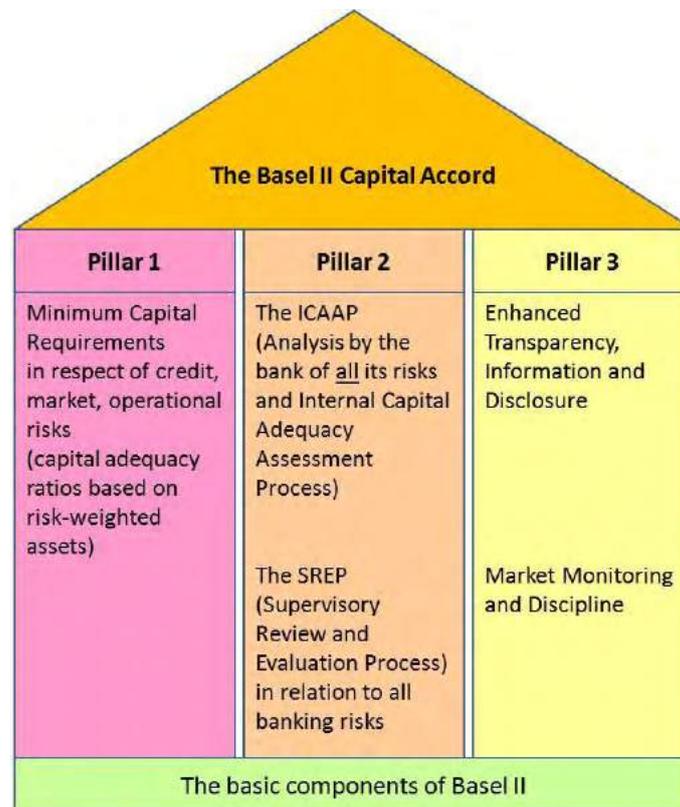
The Group of Central Bank Governors and Heads of Supervision, the oversight body of the Basel Committee on Banking Super-

vision (BCBS), announced on 12 September 2010¹, a substantial strengthening of the capital requirements, and its full endorsement of the agreement it had reached on 26 July 2010² in relation to the proposed changes to the Basel II framework. These elements formed part of a package of reforms, which was submitted to the November 2010 G-20 Summit and broadly endorsed. On 16 December 2010, the BCBS published the new regulatory framework: Basel III³.

A preliminary point to be made is that the new Basel framework is broader in scope and application with respect to its predecessor, the Basel II Capital Accord.

This is illustrated in the following two charts which offer a streamlined representation of the basic components in the old and the new standards.

Chart 1: The basic components of Basel II.

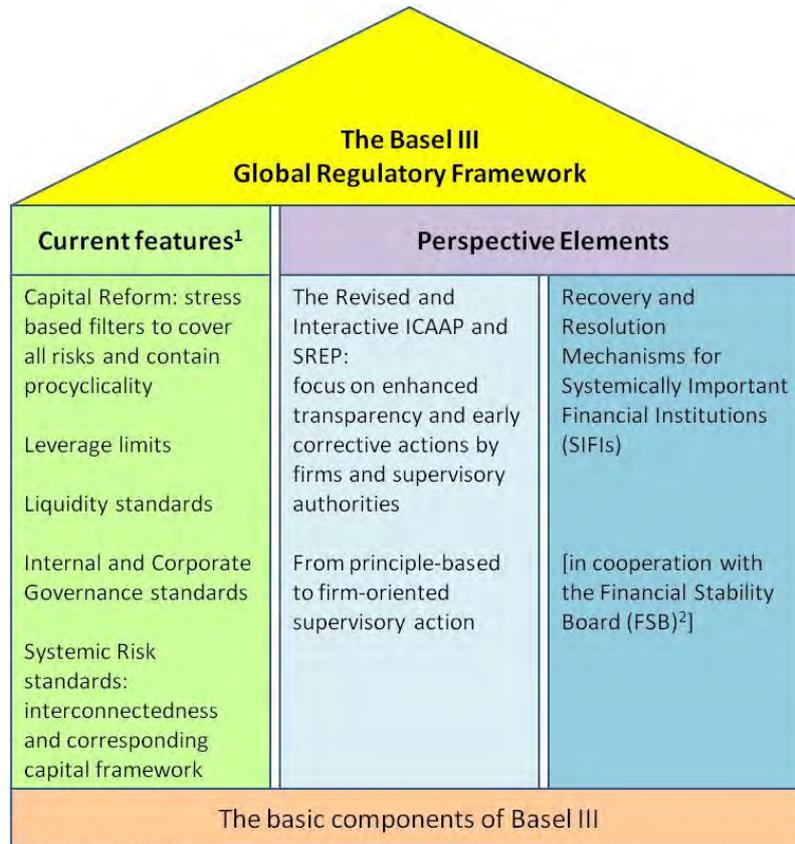


¹ BIS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010e).

² BIS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010b).

³ BIS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010g).

Chart 2: The basic components of Basel III.



¹ Timeline: 2011-2022.

² In the US the key elements of these mechanisms have been already outlined in the Dodd-Frank Act (2010).

The representation of Basel III, as currently defined by the Basel Committee, is focused on the elements of the first column in Chart 2. The other two columns contain concepts foreseen in the proposed framework, but not yet fully outlined: these components are however necessary to ensure a sound, comprehensive regulatory structure.

Repair of the capital standards is a crucial component of the overall reform of the financial system. The new agreement represents a step in the right direction, but requires major changes/adaptations, as will be argued in Paragraph 3 of this note.

As indicated, the Basel II framework proved to be a failure, and necessitated fundamental review⁴.

Minimum capital requirements were too low, and “required” capital was only partly able to absorb losses. The RW filters did not capture many important risks and overestimated banks’ ability to handle them.

The inherent assumption that OtT banking models and securitisation took risks away from the banks also turned out to be mistaken. The apparent geographical and business diversification of large banks was regarded, and allowed, to be risk and capital reducing, while the moral hazard implications of too big to fail were neglected. Excessive and inappropriate reliance was put on external ratings. The regulatory framework was strongly procyclical (in combination with mark-to-market accounting principles⁵). Liquidity and maturity mismatch issues were inadequately treated. The Basel II framework did not pay sufficient attention to the activities of the “parallel banking system”, and its links with regulated banking activities.

Finally and more broadly, Basel II was regarded in isolation, without recognition of critical interactions, on the one hand, with macroprudential supervision and, on the other, with in depth firm oriented surveillance.

As indicated, also Basel III must be seen as only one element of the overall reform of the approach to risk, regulation and supervision in the financial sector. Basel III cannot therefore be assessed in

⁴ See DE LAROSIÈRE J. (2009), MASERA R. (2009), HERRING R.J.(2011).

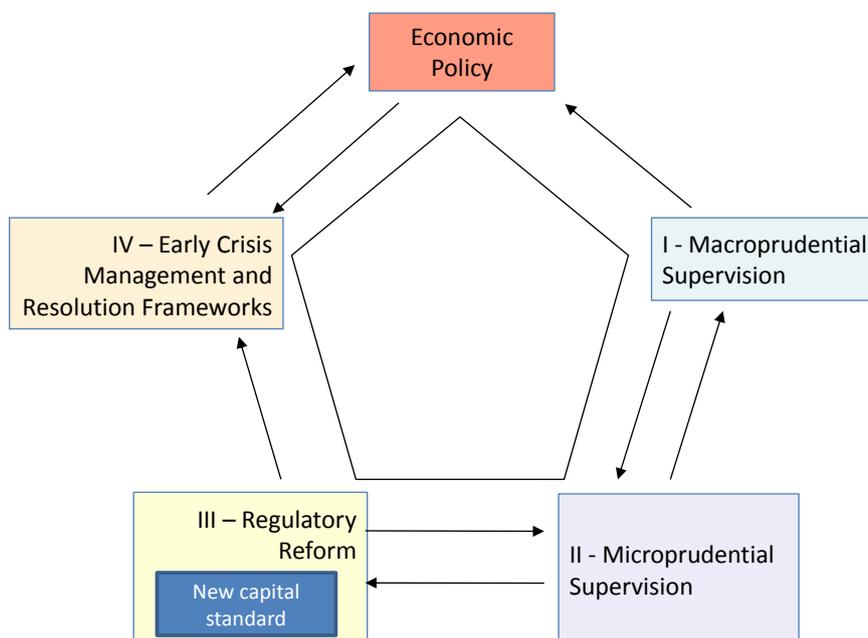
⁵ IAS accounting principles are being revised and the issue of consistency between the expected loss and the incurred loss approaches is being addressed. These points and the implication of IAS on the definition of required loss absorbing capital are not dealt with in this paper.

isolation. Its contribution to financial stability must be seen in terms of the enhanced complexity and interdependency within the global regulatory landscape: its benefits and costs.

In particular, the soundness and sustainable profitability of financial institutions is necessarily linked to the macroprudential environment and specifically to sound and sustainable monetary and fiscal policies (Chart 3).

A fair and comprehensive assessment of Basel III is not easy, largely because several key issues remain unresolved even at the Committee level, including the amount and form of additional capital that will be required for systemically important institutions and the interaction with the “old” Pillars 2 and 3. Additionally, many of the details of the new framework will remain unclear for some time to come, as is indicated in Chart 4, which offers an enlargement of the stylized representation of Chart 2.

Chart 3 – The Interactive de Larosière Report Approach to Financial Stability Reform.



The basic thrust of the new system, notably in respect of its broader perspective and the emphasis on the quality of the capital base, goes in the right direction, but key areas of the agreement are in need of adaptation/correction, also in the light of the Eurozone crises. Accordingly, this survey is structured as follows: the following paragraph summarises the principal elements of the agreed framework; suggested areas of change are outlined and corrective proposals are made in paragraph 3; concluding remarks are presented in the final paragraph.

Chart 4 - The new enlarged framework of Basel III.

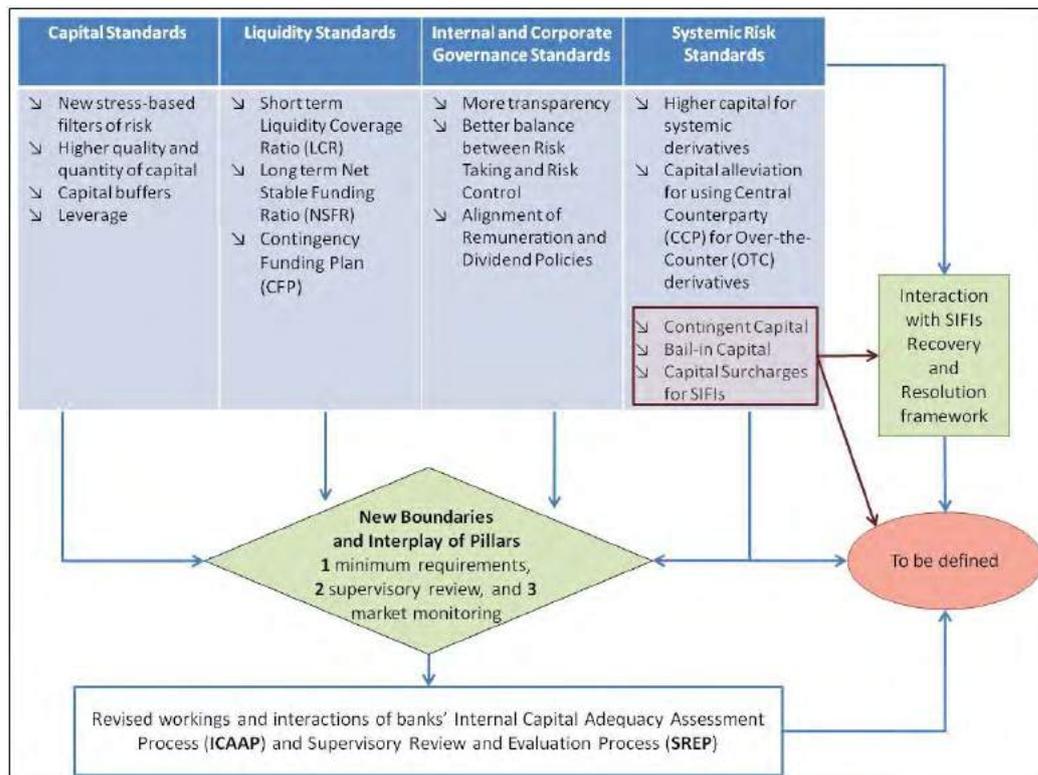
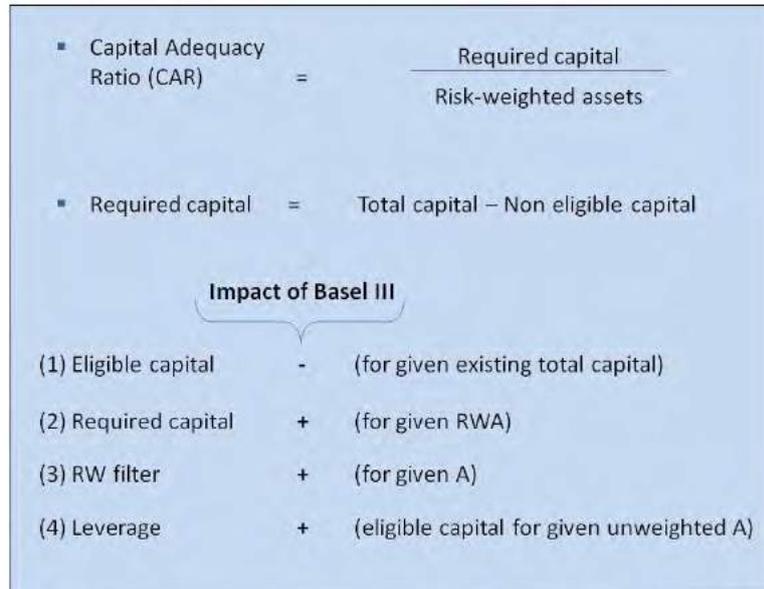


Chart 5 - The four-pronged tightening of capital requirements under Basel III.



2.

2.1. *Common Equity Risk-Based Capital.*

The minimum requirement for the common equity component of Tier 1 capital will be increased from 2% of risk-weighted assets under the current framework, measured before the application of capital deductions, to 4.5% of risk-weighted assets, measured after the application of the stricter capital deductions required under the Basel III framework. However, when combined with the capital conservation buffer (described below), the resulting common equity requirement under Basel III will be 7% of risk-weighted assets.

The new minimum requirement for common equity will be phased-in beginning with a 3.5% requirement in January 2013 and increasing to 4.5% by January 2015.

Tier 1 Risk-Based Capital

Over the same transition period (i.e., 2013 to 2015), the minimum Tier 1 capital requirement will increase from 4% of risk-weighted assets, as under the current framework, to 6% of risk-weighted assets using Basel III's narrower definition of Tier 1 capital.

Total risk-based capital.

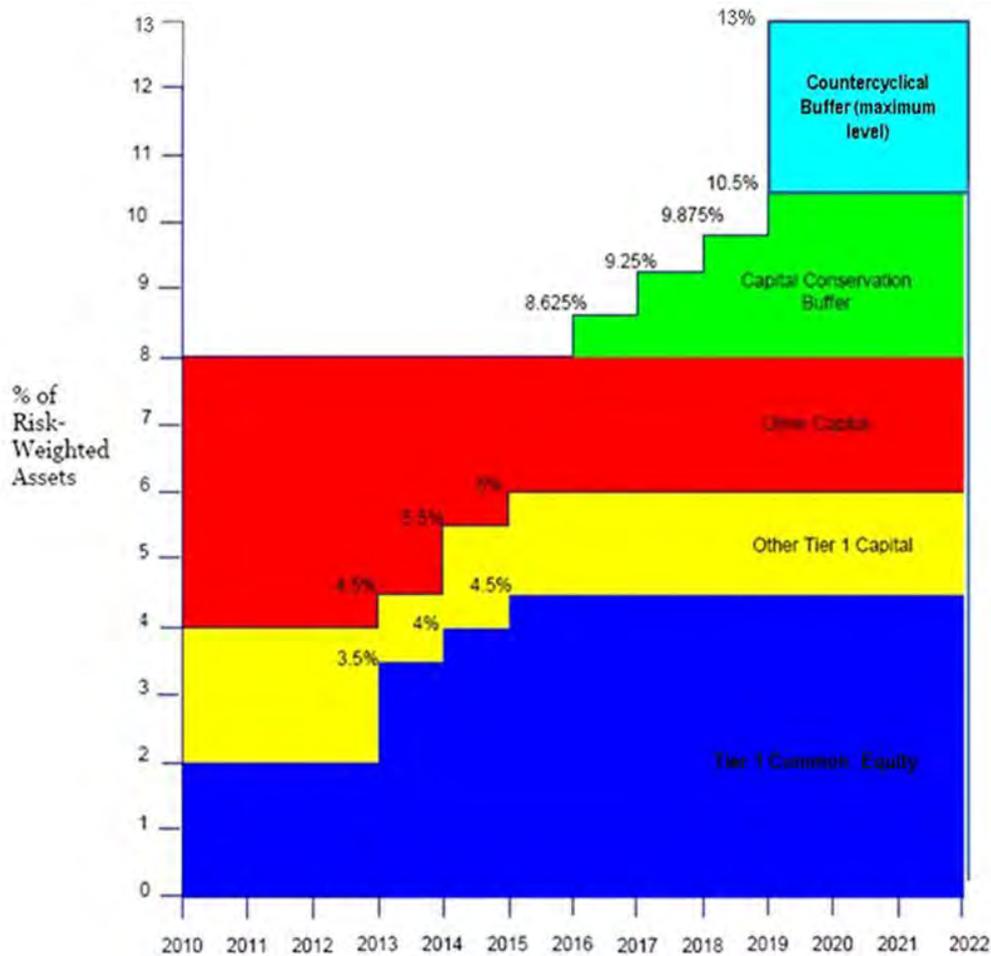
The minimum requirement for total capital under the Basel III framework remains unchanged at 8% of risk-weighted assets. Again, however, the 8% requirement must be satisfied using Basel III's more stringent definition of capital. Thus, when combined with the capital conservation buffer, the total capital requirement under Basel III is effectively 10.5%: this should effectively be compared with 2% under Basel II, a five-fold increase!

Capital Conservation Buffer.

The capital conservation buffer, which must consist of common equity, is a capital cushion to be maintained above the Basel III minimum capital requirements that is intended to be available to absorb losses during times of financial stress. Under the Basel III framework, the capital conservation buffer will be set at 2.5% of risk-weighted assets. Although banks will be permitted to draw on the conservation buffer during periods of stress, as regulatory capital levels get closer to the minimum requirements (i.e., as the buffer is depleted), greater constraints on earnings distributions such as dividend payments and discretionary employee bonuses will be triggered. Institutions subject to Basel III are likely to target levels of

capital that exceed not just the regulatory minimums, but rather the regulatory minimums plus the capital conservation buffer.

Chart 6 - Basel III: Minimum Capital Requirements.



Countercyclical Capital Buffer.

In addition to the capital conservation buffer, the Basel III framework also contemplates a countercyclical capital buffer that would be funded on a jurisdiction-specific basis during periods of excess credit growth resulting in a build-up of systemic risk. According to the announcement, the countercyclical capital buffer would cover a range of 0% to 2.5% of risk-weighted assets, would

need to be composed of common equity “or other fully loss absorbing capital” when funded, and would be implemented “according to national circumstances”.

2.2. The increases to the minimum common equity and Tier 1 capital ratios will be phased-in over two years beginning in January 2013, with the full increases taking effect in January 2015. This will be followed by a three-year phase-in beginning in January 2016 of the capital conservation buffer, with the full 2.5% buffer requirement taking effect in January 2019. In addition, the deduction from Tier 1 capital of excess (i.e., over 15% of common equity in the aggregate) minority investments in financial institutions (FIs), mortgage servicing rights (MSRs), and certain deferred tax assets (DTAs) will be phased-in over a five-year period in 20% increments beginning in 2014, so that the full deduction will not take effect until January 2018.

Public sector equity investments are fully grandfathered until January 1st, 2018. Instruments no longer qualifying as non-common equity Tier 1 capital (e.g., trust preferred securities) or Tier 2 capital will be phased out over a 10-year period beginning in January 2013, with recognition of those instruments as qualifying capital being reduced by 10% each year, using the nominal amount outstanding on January 1st, 2013, as a baseline.

Capital instruments that no longer qualify as common equity, however, generally will be excluded altogether from common equity as of January 1st, 2013.

Liquidity Coverage Ratio

The liquidity requirements prescribe that banks hold liquid investment sufficient to cover cash outflows over a 30-day period. But, this higher proportion of liquid, low-yield assets has a negative impact on profitability.

The liquidity coverage ratio (LCR) may tilt banks' investment towards public debt investment. This can exacerbate the intertwining of sovereign and SIFI risk.

Net Stable Funding Ratio

The Basel III release reiterates the Committee's commitment to issue a revised minimum net stable funding ratio (NSFR), which is intended to promote longer-term structural funding of banks' balance sheets, off-balance sheet exposures and capital markets activities.

As first announced in July 2010, the NSFR released as part of the December 2009 Basel III proposal is in the process of being revised. The revised NSFR is not scheduled to take effect as a minimum standard until 2018.

The reliance on bond and long term deposits will be difficult, also because these funds will become prone to haircuts in case of difficulties (the moral hazard issue).

Systemic Risk and Interconnectedness

To deal with correlated shocks across the financial system and the economy some measures have been outlined, others are still at study level:

- (i) capital incentives are introduced for banks to use central counterparties for OTC derivatives;
- (ii) higher capital requirements must be met in respect of inter-financial sector exposures;
- (iii) liquidity requirements will penalise reliance on short-term interbank funding to support longer dated assets.

As to systemically important institutions, the Basel III document confirms, without providing further details, that systemically important banks will be expected to maintain capital beyond the minimum regulatory requirements. The announcement simply notes that the Committee, together with the Financial Stability Board, continues to work on a “well-integrated approach” to systemic institutions that could include “combinations of capital surcharges, contingent capital and bail-in debt”. G-SIFIs are supposed to have even higher loss absorbency capacity.

Internal and Corporate governance

To correct the internal incentives leading to excessive risk taking by banks, various indications are given⁶:

- (i) criteria are offered for remuneration and incentive policies for Directors and Top Management. Compensation incentives should be fully transparent and closely aligned with long-term shareholder interests and sustainable firm-wide profitability;
- (ii) governance rules are introduced in respect of dividend payments on capital included in Tier 1;

⁶ See CEBS (2010a).

- (iii) Board of Directors and Senior Management must be professionally competent and actively involved in the risk control process;
- (iv) the Bank risk measurement must be closely and directly integrated into the risk management process;
- (v) banks must have a routine in place for ensuring compliance within an integrated and well documented set of internal policies, controls and procedures concerning the operation of the risk measurement system;
- (vi) an independent review of the risk measurement system must be carried out regularly in the bank's internal auditing process.

3. In this final paragraph key points of the Basel III overall framework which require adaptations/ changes are outlined. Some proposals are made to complement/adapt the existing approaches. The need for change is predicated also in the light of the dangerous phase of the Eurozone and of the intertwining of bank and country risk.

3.1. It is no doubt difficult to strike the right balance between strengthening banks balance sheets and allowing financial institutions to sustain the economy. The new capital, leverage and liquidity standards described above were undoubtedly influenced by concerns about the impact of higher capital requirements on bank lending on the pace of economic recovery.

As a result, the timeline for implementation of the new requirements (grandfathering) is exceptionally long (12 years), as indicated in detail in Paragraph II.

Lengthy transitional periods to implement announced long-term targets have important drawbacks. If the truly “sound” standards are to be met so far away, the markets, in case of impending stress, react adversely and force financial institutions towards immediate respect of the stricter criteria. This exacerbates procyclicality.

Under current circumstances, and also as a result of official warnings that European banks require € 200-300 billion of fresh capital, markets push for a very early implementation of the new final quantitative standards, which is detrimental to the still fragile recovery. There are also instances of a trend spurred by regulators and market operators to set ambitious compliance deadlines, (e.g.: large Swiss banks and Swiss supervisory authorities aim at a 19% overall capital ratio, while in the US stress tests were set in the framework of a 7% common equity requirement).

Estimates of the potential requirements of loss absorbing Tier 1 securities as a result of the implementation of Basel III show a very wide range depending on the models used, the assumptions made, the time horizon considered and the sources. These effects could be mitigated by the parallel running of the standard and the internal models.

In any event, the figures are very large, in the order of \$1 to 3 trillion for the largest banks globally⁷. Even larger amounts are projected in respect of debt securities.

Even taking into account the broad range, under reasonable assumptions on the perspective profitability of the banking system,

⁷ See MCKINSEY&COMPANY (2010), BCBS (2010), GOLDMAN SACHS (2011), BIS, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2010a). For estimates on the impact on the Italian banking system see for instance RESTI A. (2011).

these figures underline the need for novel solutions, such as bail-in and contingent capital. These approaches are mentioned in the Basel III documents, but await clarification.

The current situation is very dangerous because markets for equity may be unable to satisfy demand, thereby setting in motion a vicious circle (see Appendix).

3.2. As indicated (Chart 7), the phase-in period is especially long also in respect of these crucial limits. One of the fundamental defects of the traditional Basel approach was the misuse of Risk Weighted Assets (RWA) in the assessment of required capital. There were four main problems with this approach:

- (i) it was backward-looking since it assumed that the securities which had been risky in the past would be the same as the securities that would become risky in the future. This is not necessarily true;
- (ii) it was easy to game. Taking any additional measurable risk requires more capital. The game became how to increase returns without increasing measured risk! Correct application is, therefore, of fundamental importance. It was here that the supervisory process proved inadequate;
- (iii) models used were inappropriate, since they were based on too short historical references and on normal distributions⁸.
- (iv) the risk weighting system suffers from the assumption of portfolio invariance, to facilitate additivity in the model framework.

⁸ For an elaboration of these points see MASERA R. (2009a).

Risk could therefore be made exceedingly small in Basel I and Basel II. Even in Basel III very high leverage is allowed, especially in respect of securities with high ratings⁹.

The RWA methodology is an important step forward and the basic approach is fundamentally right. The solution to avoid past mistakes is not to go back to non-weighted schemes, but to find the right balance between the various measures. As indicated, the balance rests fundamentally on competent understanding and application of the analytical models used and on sound, effective analysis and supervision of banking groups and firms. What must at all costs be avoided is a mechanical application of across-the-board coefficients.

This is the reason why unweighted criteria, such as leverage and liquidity coefficients, should also be taken into account, to avoid relapses into the excesses of the past. Doubts can, therefore, be expressed on the proposed time horizon of their implementation and on their technical specification. The traditional assumption of models of risk and return in finance is that a risk-free asset exists. More specifically this implies: (i) there is no risk of default associated with its cash flows and (ii) there is no reinvestment risk. These criteria are assumed to be valid for short-term government securities traded in broad and resilient markets.

The implicit hypothesis is that governments control the printing of currency and are therefore able to fulfill their nominal promises in domestic currency. However, this authority is not available to individual governments in the Eurozone.

Under these conditions, concepts and estimates of risk-free rates become much more complex. These difficulties feed back on

⁹ See ZAZZARA C. (2011)

liquidity definitions and measures, which become more subjective and depend on specific business models.

The complex interactions with the issues of (i) one size fits all and (ii) the intertwining of sovereign and bank risk (see below sections 3.4 and 3.5) are not recognized by the perspective Basel III rules on liquidity ratios. This creates concerns both from an analytical and a practical perspective¹⁰, even if the introduction of compulsory standards is postponed. The identification of liquidity with short term government securities is not tenable. The constraints on the operation and profitability of banks are being recognized by the industry and represent an important concern of the European Banking Federation, with specific reference to the liquidity coverage ratio (LCR), i.e. the levels and the types of assets in banks' reserves to implement the required ratio.

As indicated, the leverage ratio, which represents a key backstop to the risk-based measures discussed above, will be phased-in only by 2017, and applying a minimum threshold of 3%. Migration to a Pillar I treatment would take place in 2018. The difficulty of reconciling weighted and unweighted risk ratios should also be clearly recognised.

Also the liquidity ratios will undergo long observation periods, prior to their introduction, as minimum standards, due to take place ultimately in 2018.

3.3. The new additional capital conservation buffer is introduced to absorb losses in periods of financial and economic stress, and should be met exclusively with common equity. The BCOB also agreed on a countercyclical buffer. This buffer will be triggered in good times,

¹⁰ See MASERA R. (2009a) and LONG TERM INVESTORS CLUB (2011)

so that banks can be more stable during financial crises. But no objective trigger point has been indicated to signal when banks will need to build up the buffer and when they will be allowed to draw on that capital if needed. This decision will be left to regulators in each individual country. The lack of clarity in the timing and form of implementation creates considerable uncertainty. The envisaged framework is complex and burdensome from an operational point of view.

Reliance on countercyclical provisioning by banks, with appropriate adaptation of fiscal and accounting rules, would represent a sounder and simpler approach. No bank would be allowed by the markets – and should be allowed by the supervisors - to run down its capital base precisely when things get difficult.

In any event, under current economic scenario, the procyclicality of the Basel standard is still present and represents a major drawback.

The problem with RWA incentives is that, if they are large and remain mechanically in place over the long term, they can produce unintended consequences, like over-exposure to a specific sector or form of lending for which there is no historical experience and a consequent under-pricing of risk¹¹.

They can also, as the US mortgage experience and the fallout on the entire housing market has demonstrated, cause behaviors and forms of regulatory arbitrage that create but disguise risk. Good supervision, satisfactory enterprise risk management and appropriate

¹¹ Risk weights are calibrated on historical data bases. They do not take into account that market volatility changes through time and that the riskiest assets in each risk class may be sought by managers gaming capital requirements.

corporate incentives are the first lines of defense against distortions. In this respect there is a clear need to redefine and enact on a sounder basis the interaction between ICAAP and SREP.

The revised Capital Requirements Directive (CRD)¹² requires that the consolidating supervisor and supervisors of subsidiaries of a cross-border banking group do everything within their power to reach a joint decision on the application of the Pillar 2 provisions related to the ICAAP and to the SREP¹³.

This joint decision should cover the determination of the adequacy of the consolidated level of own funds held by the group with respect to its financial situation and risk profile, as well as the required level of own funds, above the regulatory minimum, applied to each entity within the group.

The supervisors shall carry out this task within the colleges of supervisors.

According to the EBA guidelines, SREP should encompass the following three elements: (i) identification, review and evaluation of all material risk and control factors; (ii) assessment, review and evaluation of the ICAAP and (iii) assessment, review and evaluation of compliance with the various minimum requirements of the CRD.

The process designed by EBA defines some important principles and procedures. However, it must be stressed that in practice some important issues must be solved to achieve a prompt and efficient decision on the risk-based capital adequacy for a cross border institution:

¹² Directive 2006/48/EC and Directive 2006/49/EC, amended in May 2009.

¹³ In order to facilitate the joint decision process and to avoid inconsistencies in the approaches followed by the various colleges, the CRD required EBA to elaborate guidelines for the convergence of supervisory practices with regard to the joint decision process. See CEBS (2010b).

- (i) the process is extremely articulated and may require a long time horizon before reaching a joint assessment on capital adequacy (6-12 months), by jeopardizing in this way its utility for home and host supervisors¹⁴.
- (ii) diversification of risk (intra and inter-risk) has not been explicitly considered by EBA guidelines. Group-wide economic capital is not given by the sum of idiosyncratic levels of capital, but cross-border groups' intra and inter risk diversification benefits from different business lines located in different legal entities (under different jurisdictions) are very difficult to assess.

3.4. The increasingly and exceedingly complex mathematical regulatory models are based on the highly questionable belief that the risk-weighting filters applied to assets (and liabilities) of the banks' balance sheets can be made uniform and consistent independently of the banking model (wholesale, retail, investment, universal, commercial, OtT) and size (with higher capital requirements in respect of large, complex groups). (One framework fits all).

This approach can be challenged on analytical and empirical grounds. It is not by chance, for instance, that in the US the Basel II approach was never applied to medium (small) sized commercial banks. The Italian banking model represents a paradigm which should deserve closer scrutiny¹⁵.

After the collapse of Bear Stearns and the failure of Lehman on 15 September 2008 the demise of investment banking seemed in-

¹⁴ A different (time-to-market) approach is suggested by MASERA R. (2011).

¹⁵ See MUSSARI G. (2011)

evitable. Today, in spite of the Volcker Rule, the regulation to distinguish clearly between investment and commercial banking is waning.

Basel III does not endorse in any way the split approach. It is instead consistent with subsidiarisation, and well specified living wills. Paradoxically, it could lead commercial banks to increase funding in wholesale markets. The nature of the business model should, instead, represent a fundamental benchmark to evaluate riskiness. The intrinsic stability of a well-run “traditional” bank model, based on core deposits, is not recognized. And yet this should be a clear lesson of the crisis, particularly evident from the Italian experience.

Thus, the banking model most conducive to financial stability, growth and employment in economies characterized by the importance of SMEs might be a casualty of the Basel framework¹⁶. The adverse impact on commercial banks is shown by Charts 8 and 9.

The risk entailed by the new rules is that the continental Europe’s universal banks, focused on retail and corporate lending operations, fund management and other activities mainly concentrated on a client base, if required to increase their return on investment, will reduce activities with modest margins, such as lending to SMEs (enterprises whose reported sales are less than €50 million), to favour the more profitable parts of their portfolios; or, alternatively, that the rules might translate in higher credit costs, with negative effects on the real economy and on the soundness of the financial system¹⁷.

¹⁶ See DE LAROSIERE J. (2010, 2011a).

¹⁷ See BASSANINI F. (2011) and DE LAROSIÈRE J. (2011a, 2011b).

Chart 8 - Investment vs. Commercial banking: the impact of the new capital ratios on RWAs and common equity to satisfy regulatory requirements.

INVESTMENT BANK (DE)	UNDER BASEL II FRAMEWORK			UNDER BASEL III FRAMEWORK		
	2%			7%		
Common equity/RWAs	Amount (a)	Risk Weights (b)	RWAs (c= a*b)	Amount (d)	Risk Weights (e)	RWAs (f = d*e)
Total assets	100		36.7	100		58.6
Financial assets	65.6		10.9	65.6		32.8
<i>ow vs financial Institutions</i>	36.4	10%	3.6	36.4	30%	10.9
<i>ow vs non-financial inst.</i>	29.2	25%	7.3	29.2	75%	21.9
Customer loans	20.3	75%	15.2	20.3	75%	15.2
Other assets	14.1	75%	10.6	14.1	75%	10.6
Common equity/assets	0.73			4.10		

COMMERCIAL BANKS (IT)	UNDER BASEL II FRAMEWORK			UNDER BASEL III FRAMEWORK		
	2%			7%		
Common equity/RWAs	Amount (f)	Risk Weights (g)	RWAs (h=f*g)	Amount (i)	Risk Weights (l)	RWAs (m = i*l)
Total assets	100		62.6	100		69.7
Financial assets	21.2		3.5	21.2		10.6
<i>ow vs financial Institutions</i>	11.8	10%	1.2	11.8	30%	3.5
<i>ow vs non-financial inst.</i>	9.4	25%	2.4	9.4	75%	7.1
Customer loans	66.8	75%	50.1	66.8	75%	50.1
Other assets	12.0	75%	9.0	12.0	75%	9.0
Common equity/assets	1.25			4.88		

Source: ABI (2011)

Chart 9 - Capital requirements under Basel II and Basel III (as a % of total assets).

Type of bank	RWA		Var. (%)	Common Equity		Var. (basis points)
	Basel II	Basel III		Basel II	Basel III	
Investment bank	36.7%	58.6%	+60%	0.73%	4.10%	+337
Commercial bank	62.6%	69.7%	+11%	1.25%	4.88%	+363

Impact on RWAs (points to RWA columns)
Total impact on Capital (points to Var. (basis points) column)
+26bp (points to the difference between +337 and +363)

Source: ABI (2011)

For all these reasons, to maintain the banks' capability to grant the same amount of credit to SMEs after the introduction of the capital conservation buffer compared to the current level, it appears necessary to amend the capital treatment of such assets.

An operational scheme along these lines is proposed by Italian Banking Association (ABI). A scale (or balancing) factor would be introduced in the transposition of Basel III to CRD IV, to be applied in the total RWA calculation for loans to SMEs, so as to balance out the quantity increase in minimum capital requirements¹⁸. More specifically, for loans to SMEs the proposal envisages a balancing factor of 76.19%, to be introduced into the RWA calculation formula:

$$RWA_{CRD4} = 76.19\% \times RWA_{B3}$$

¹⁸ See ABI (2011).

A comparable recommendation was issued by the LTIC WG, according to which the risk weight for the retail exposure class should be lowered from 75% to 50%¹⁹.

3.5. In Europe, the intertwining of sovereign and SIFI risk has not been adequately recognised and, contrary to United States, a specific recovery and resolution procedure is not in place.

The hypothesis of orthogonality between government “risk free” interest rates and risk premiums of private borrowers cannot be regarded as a general axiom.

Stress tests, according to the Basel framework, also very recently, have been conducted without full recognition of this point. Specifically, the use of haircuts to government paper only in respect of the trading book should be questioned. Boundaries between banking and trading books are blurred and respond to financial innovation and regulatory arbitrage. The relevance of these points, especially in Europe, has been explored in MASERA R. (2011) and MAZZONI G. (2011).

This is the principal reason for the belated recognition by the IMF that losses on government bonds are a major threat to the European banking system.

In this respect, CDS markets allow in principle to transform risks by completing markets in credit. This makes it possible for banks to go short in credit, and thus to shift risk buckets in order to save capital.

But OtC CDS markets imply risks of idiosyncratic and systemic nature which do not require capital cushions, thereby permitting regulatory arbitrage. The examples of AIG and of monoliners should

¹⁹ See LTIC (2011).

be a warning of the systemic implications of sovereign defaults, and the consequences for institutions which sell country risk protection.

A point which must be stressed is that the sovereign risk of banks should comprise the exposure deriving from any protection sold through derivatives in respect of country risk. This is a paramount reason in favour of the introduction of well-capitalised Central Clearing Counterparty (CCC) houses for credit default swaps in the EU, as recommended in the de Larosière Report (2009).

More generally, as has been rightly observed²⁰, the Basel III approach continues to push banks towards investment in (domestic) government bonds. This may be “politically correct” under current circumstances, but may entail significant risks, especially in the European context.

Markets are aware of this, as witnessed by the fact the very sound industrial and services corporations, based in triple-A rating countries, are able to borrow in better terms than most banks and many governments. Spillovers between sovereign risk and financial stability are especially relevant in respect of large financial groups.

The new regulations (including Solvency 2) may de facto represent disguised forms of financial repression: portfolio constraints in favour of public debt²¹.

3.6. Taking the moral hazard out of banking is the next fundamental step in financial reform. As indicated, this issue is complicated in Europe by the interaction with sovereign risk²².

²⁰ See REINHART C.M, ROGOFF K (2009) and REINHART C.M. (2010).

²¹ See MASERA R. (2011).

²² See MASERA R. (2011).

This especially important area is still work in progress in Basel.

The BCOB states that SIFIs should have higher “loss absorbing capacity” than required by the new standards. The integrated approach potentially includes combinations of capital surcharges, contingent capital and bail-in debt, in addition to the measures to strengthen resolution regimes. In the US, the Dodd-Frank Act (2010) imposes some general principles and also details the basic procedures for resolution.

The position taken in this note is that SIFIs should be made to bear the systemic risks they pose, so that bail-outs with public money are, in principle, ruled out. The existence of excessively large, complex, difficult to manage and to supervise financial conglomerates with no clear specialization and focus should be discouraged. However this should be done preferably through systemic-risk-related fees, to be paid to a resolution fund (a model similar to that outlined in the Dodd-Frank Act), rather than by imposing capital surcharges²³. In this respect, objective criteria should be developed to identify such institutions and monitor their contribution to risk.

More generally, the problems by SIFIs cannot be effectively dealt with without simultaneously addressing the issues of crisis management and resolution regimes. The Dodd-Frank Act shows clearly this point, which is not yet satisfactorily treated in the new Basel framework.

As indicated, in the EU important difficulties must be overcome in this area. National authorities and jurisdictions will detail their own resolution regimes, which must be made consistent at Eu-

²³ See MASERA R., MAZZONI G. (2010).

ropean level²⁴. Additionally, the specific business models of systemically important financial institutions in Europe can be very different, and their dangerousness evidently varies. This critical issue is not yet satisfactorily addressed.

3.7. The issue of toxic assets has been dealt with in the US through the TARP (Troubled Asset Relief Program) program²⁵. In Europe, markets are not convinced that this is the case: this leaves lingering poisonous doubts on certain banking systems (and hence on the significance of stress tests on this side of the Atlantic)²⁶.

The dire indications given by the IMF and its Director General in 2009-10, with estimates of huge amounts of toxic assets, and related perspective bank losses amounting to some \$ 4 trillion, were accompanied by explicit action undertaken by the US. The Geithner Plan defined in early 2009 met with a positive response by markets and banks. In Europe it proved more difficult to act transparently, rapidly and in a coordinated way. It is now urgent to address the problem in a definitive way.

To start with, the term “toxic assets” is misleading and should be abandoned: not only the words suggest that the assets are, at best, unrealised writedowns in opaque balance sheets, but also convey the impression of poison running through the system, with disease and contagion repercussions. Toxic assets should also be clearly separated from assets related to country risk problems.

Truly “toxic” assets, sometimes referred to also as nuclear waste, should therefore be identified, isolated and buried away - es-

²⁴ A possible action plan is suggested in MASERA R. (2011).

²⁵ On this see MASERA R. (2009a).

²⁶ MASERA R. (2008), POSEN A.S., VERON N. (2009), REINHART C.M. (2010).

pecially when dubious operations with offshore centres are involved - thereby cleansing balance sheets.

There are good reasons to believe that, in Europe, many of these assets are simply illiquid and continue to be difficult to evaluate. Fair value and mark-to-market techniques perhaps continue not to be applicable. Many of these structured non-standardized securities were built to be held until maturity. In any event, it is vital to distinguish between mark-to-market losses and expected credit losses (present values of expected cash flow until maturity).

The exercise of transparency and separation of these assets, perhaps within the framework of special PPP's (private public partnerships) is necessary and (a European TARP) can therefore be less costly than expected, with a view to repairing banks' balance sheets, improving capital ratios and restoring lasting confidence.

Two available options can still be examined in Europe, which the banks themselves should assess in the first place:

- (i) Spin off: the bank creates a SPV with VVAs (variable-value assets) and related liabilities. The vehicle is demerged to existing shareholders and open to new investors (Public Funds, Private Equity Funds, Sovereign wealth Funds);
- (ii) SPV refinancing: the bank transfers at book value the VVAs to a SPV possibly created by the EFSF and, in perspective, managed in the framework of the European Stabilisation Mechanism (ESM)²⁷ to be created, which issues corresponding bonds. The bank pays guarantee fees to the vehicle.

²⁷ <http://www.consilium.europa.eu/uedocs/pressdata/en/ec/120296.pdf>.

3.8. The existing regulatory framework is not neutral towards long term investments, as a result of the simultaneous operation of banking, accounting and fiscal requirements. This is detrimental to sustainable growth in all advanced countries.

The need to reexamine the whole set-up was underlined, and corrective proposals were advanced, in the de Larosière Report (2009).

As already indicated, differences between business models in banking should be explicitly recognised. Intermediation of credit and liquidity requires disclosure and transparency but not necessarily mark-to-market rules which, while being appropriate for investment banks and trading activities, are not consistent with the traditional loan activity and the policy of holding long term investments. Long-term economic value should be central to any valuation method: it should be based on an assessment of the future cash flows deriving from the security as long as there is an explicit minimum holding period and as long as the cash flows can be considered as sustainable over a long period.

These points have been elaborated in terms of a comprehensive set of proposals by the Long Term Investors Club, with endorsement by the G-20²⁸, underlying the risks of incentivising banks to a short-term transaction-oriented behaviour.

These suggestions should be taken into account in the implementation of Basel III, whose provisions on liquidity and loan fund-

²⁸ See, for instance, BASSANINI F. (2010) and (2011). An excellent technical survey of these issues is offered by LTIC (2011), with a detailed analysis of the drawbacks of the current formulation of the LCR.

ing and capital for securitized assets would add to the difficulties of long term financial intermediation.

3.9. The very high capital charges that are targeted in the medium term, but can be forced by markets much sooner, propose again the issues of regulatory arbitrage and the operation of the “shadow banking system”.

In any event, there will be a shift towards capital markets, which may be costly for economies based on SMEs.

It is therefore necessary to:

- (i) extend appropriate regulation, in a proportionate manner, to all firms or entities conducting financial activities of a potentially systemic nature, even if they have no direct dealings with the public at large; regulatory gaps permit financial vulnerabilities to grow and become unmanageable;
- (ii) improve transparency in all financial markets - and notably for systemically important hedge funds - by imposing, in all EU Member States and internationally, registration and information requirements on hedge fund managers, concerning their strategies, methods and leverage, including their worldwide activities;
- (iii) introduce appropriate capital requirements on banks owning or operating a hedge fund or being otherwise engaged in significant proprietary trading and to closely monitor them.

4. The third of the Basel capital accords was published in December 2010, after endorsement by the BCOB and by the G-20

Summit. Basel III is a crucial component of the overall reforms under way to risk, regulation and supervision in the financial system, and is broader in scope and application with respect to its predecessors.

The enlarged Basel III capital regulatory framework represents a step towards correcting some of the shortcomings of the previous standard. A fair and comprehensive assessment of the new framework is not easy, largely because several key issues remain unresolved, such as the amount and form of additional capital for systemically important institutions and the interaction with Pillars 2 and 3.

The principal features of Basel III have been critically reviewed in Paragraph 2, with specific reference to: increased and higher quality capital requirements, capital conservation and countercyclical buffers; leverage, liquidity and net stable funding ratios, systemic risk and interconnectedness, corporate governance.

The main point concerns the long adjustment period to the desired, supposedly optimal, standards.

As was to be expected, the theory of a gradual compliance to the stricter rules, with full implementation by 2020, was built on a false assumption: i.e. a gradual recovery of the European and US economies to a sustainable growth path, with no deep crisis and financial collapse in sight in the next ten years. To use J.C. Trichet's words "the contribution of Basel III agreements to long-term financial stability and growth will be substantial. The transition arrangements will enable banks to meet the new standards while supporting the economic recovery".

The long timeline was therefore supposed to give room for balance-sheet adjustment, without creating credit and lending frictions. However, this gave the false impression that macro and micro economic conditions were on the right track and exposed the system again to moral hazard, with privatisation of short-term gains and socialisation of future losses, and to regulatory capture, which halted the financial reform process.

These issues were exacerbated in Europe because of the intertwining of country and bank risk and the lack of agreement on a recovery and resolution framework.

With macrodifficulties coming rapidly to the fore, paradoxically largely because of the inappropriate timeline of the (necessary) fiscal adjustments, banks – notably in Europe – came under scrutiny, mainly because of the losses on sovereign debt and the fears of recession.

In the new phase of bank/country debt turbulence in Europe markets demand immediate compliance with target requirements, i.e. the ratios which the supervisory authorities themselves indicate as safe and appropriate.

These problems are compounded by the well-known statistical deficiencies of models – notably Var-based approaches – used to measure risk. On a more fundamental basis, risk forecasting models used by banks and supervisors are implicitly based on the assumption of risk exogeneity²⁹. During crises risk becomes endogenous. The use of common models leads to homogeneous agents’ action and reinforces the crises. The supposed stationarity of the underlying stochastic processes breaks down.

²⁹ See DANIELSSON et al. (2001) and MASERA R., MAZZONI G. (2007).

The interaction between the above processes and the procyclicality in capital charges destabilizes the economies and amplifies the crises.

In the current critical phase perspective capital requirements become so huge that markets cannot supply the necessary funds, so that governments are asked again to intervene. But the fiscal situation for countries in difficulty is already stretched to the limit.

The vicious circle is recreated, and the problem of procyclicality (also as a result of accounting rules requesting the mark-to-market of government paper) comes back to the fore as the Achilles' heel of the Basel standards.

The shorter timeline of Basel III ratios implies immediate and acute liquidity problems for the banks, especially those with high exposure to sovereign debt of countries in difficulty, which was regarded an appropriate way to satisfy liquidity requirements!

The fears are also a consequence of the warnings of the policy authorities (notably the IMF) that large amounts of new capital and liquid assets are required. The interbank market dries up and the pressures on central banks, notably the ECB, become very large.

In the Eurozone the central bank has simultaneously to intervene to avoid that sovereign debt liquidity problems are transformed into insolvency fears. Liquidity problems acquire paramount importance, and the Basel framework is inappropriate to deal with these issues.

For this reason, and also to reduce the exclusive emphasis on capital, which is the most expensive source of finance for a bank, in this paper the case is made for introduction of cash reserves. This would have the additional advantage of absorbing the monetary base

creation. Required reserves could be made risk-sensitive, especially in respect of SIFIs.

The shorter timeline of capital and liquidity ratios coupled with the intertwining of country and sovereign debt risks in the Eurozone implies negative pressures on the cost and availability of credit to households and businesses.

The difficulties are aggravated by the recessionary impulses from the very rapid adjustment in public finances, by higher interest rates and by higher capital requirements resulting from lower country credit ratings in countries in difficulty.

The Basel III rules are based on the highly questionable belief that risk filters can be made uniform and consistent independent of the banking model (one framework fits all). de Larosière went as far as saying that the traditional commercial banking model – i.e. the model most conducive to stability, growth and employment – might be a casualty of the Basel III framework.

The new capital standard affects mostly smaller financial institutions and, as a result, credit conditions for smaller and medium-sized enterprises. These in turn continue to encounter much greater difficulties than larger companies in issuing bonds or raising equity.

In the United States Basel II was never applied to the very large majority of banks, and I doubt whether Basel III will be enforced outside large-internationally active banks. This issue deserves consideration in view of the implementation of the accord in Europe through CRD4.

The Basel III rules do not apply to non-bank financial institutions such as investment banks and hedge funds which will play an increasing role in financial intermediation, thereby raising sector specific and systemic risks. The need must be reaffirmed for a proportional regulatory approach, to avoid the reemergence of the problems posed in the 2007-2009 crisis by the shadow banking system.

This is another reason not to focus exclusively on capital requirements in the regulation of the banking sector.

The issue of toxic assets in Europe has not been addressed. This leaves doubts on certain banks and hence the market requests high capital reserves. A European TARP is belated, but remains absolutely necessary.

Finally, the Basel regulatory framework, together with accounting and fiscal rules, is a disincentive to long-term finance in banking. This is detrimental to growth. The need to reexamine the whole set-up was already indicated in the de Larosière Report, updated by the Long Term Investors Club, and endorsed in general terms by G-20. Swift action should be taken also in this area.

Rainer Masera

Preside della Facoltà di Economia e Ordinario di Politica Economica dell'Università degli Studi Guglielmo Marconi

Appendix

Bank capital: conventional vs. fallacy of composition models

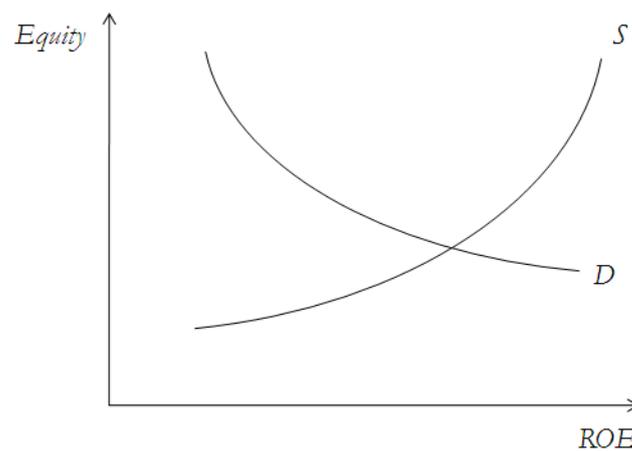
Bank capital conventional model

Demand

Equilibrium can always be achieved in a conventional model of bank capital. Banks' management faces a trade-off between ROE and Equity demanded.

For a given level of RWA, banks' management will decide its optional demand of capital by maximizing its value function. A trade-off problem must be solved: risk-adjusted returns will be maximized. Higher levels of equity decrease non risk-adjusted returns ROE (see following chart). At the same time, higher levels of equity reduce the probability of default (and therefore banks' risk). The final effect in terms of risk-adjusted returns depends on the elasticities to equity of both ROE and PD.

Bank capital: conventional model (Model 1)



Assumption : given RWA

Supply

Supply of equity is positively correlated to returns.

For a given level of RWA, higher levels of ROE increase the supply of equity (see Chart 4). This is true if the increase of ROE is mainly determined by an increase of the profitability of the bank and not only by a reduction of the equity. In the latter case, the positive effect on ROE will be more than offset by an increase of the PD and therefore by a reduction of risk-adjusted returns, which will reduce the supply of equity.

Bank capital: fallacy of composition

Market supply of equity is constrained, especially during a financial crisis. Market price of risk increases (investors' risk appetite declines). The supply curve for equity shifts downward and flattens (i.e. for a given level of ROE, investors will offer less capital than before because of their increased reluctance towards risk).



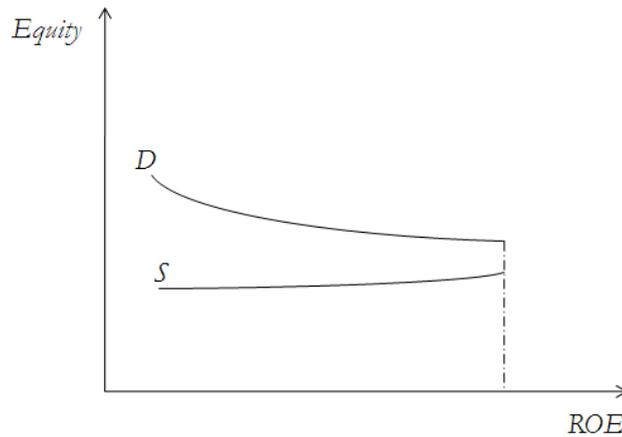
Higher capital requirements imposed by regulators determine an exogenous floor on equity demanded by banks. This floor produces an upward shift of demand (for a given level of ROE, stringent capital requirements impose an extra-burden in terms of capital which is not optimal on a risk-adjusted basis).



Market failure

Bank capital: fallacy of composition

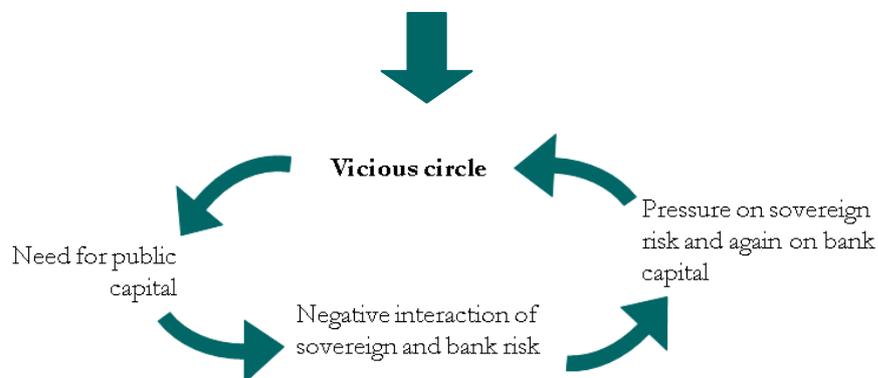
Market supply of equity is constrained (Model 2)



Assumption : given RWA

In this framework, banks attempt to de-lever their balance sheets from the assets side: credit contraction and hence debt reduction. They attempt to recapitalise also through retained earnings, this lowers ROE and hence the supply of private capital.

But, at the aggregate level, the outcome is: less credit, less growth (or recession), more bad loans, more required capital. In countries with sovereign debt difficulties recession and downgrading of public debt (and automatically of banks themselves and all other economic entities in the country affected) multiply the pressures on banks.



Is the conventional wisdom's exclusive emphasis on bank capital warranted? The suggestion made is that, under current circumstances, way and means

should be considered to re-enact control systems with risk weighted reserve requirements on all short term liabilities of the banks , public guarantees on banks' deposits, less emphasis on capital. The new framework would comprise the creation of a Recovery and Resolution Fund, with well-defined ex ante intervention procedures for ailing banks and clear resolution rules for banks beyond the point of viability.

LIST OF ACRONYMS

ABI	Italian Banking Association
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCOB	Basel Committee Oversight Body
BIS	Bank for International Settlements
CAD	Capital Adequacy Directive
CAR	Capital Adequacy Ratio
CCC	Central Counterparty Clearing
CEBS	Committee of European Banking Supervisors
CFP	Contingency Funding Plan
CoCos	Contingent Convertibles
CRA	Credit Rating Agency
CRD	Capital Requirements Directive
DTAs	Deferred Tax Assets
EBA	European Banking Authority
ECB	European Central Bank
ECOFIN	Economic and Financial Affairs Council
EFSF	European Financial Stability Facility
ESM	European Stabilisation Mechanism
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	European Union
Fed	Federal Reserve System
FIs	Financial Institutions
FSB	Financial Stability Board
FT	Financial Times
G-7	Group of Seven
G-20	Group of Twenty
G-SIFI	Globally Systematically Important Financial Institution
ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process
IMF	International Monetary Fund
LCR	Liquidity Coverage Ratio
LTIC	Long-Term Investors Club
MSRs	Mortgage Servicing Rights

NSFR	Net Stable Funding Ratio
OtC	Over-the-Counter
OtT	Originate-to-Transfer
RW	Risk Weighted
RWA	Risk Weighted Assets
SIFI	Systematically Important Financial Institution
SMEs	Small and medium-sized enterprises
SPV	Special Purpose Vehicle
SREP	Supervisory Review Process
TARP	Troubled Asset Relief Program
US	United States
VVAs	Variable-Value Assets
WG	Working Group

REFERENCES

- ABI – Italian Banking Association (2011), *Macroeconomic growth and capital treatment of loan to SMEs. Introduction of a balancing factor to the capital requirements calculation*, Rome, May.
- ACHARYA V. (2009), “A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Bank Regulation”, *Journal of Financial Stability*, 5(3), pp. 224-255.
- ACHARYA V., RICHARDSON M. (eds.) (2009), *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, Hoboken (NJ): John Wiley & Sons.
- ACHARYA V., YORULMAZER T. (2008), “Information Contagion and Bank Herding”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 40(1), pp. 215–231.
- ADRIAN T., BRUNNERMEIER M. (2008), “CoVaR”, Staff Report, No. 348, New York: Federal Reserve Bank.
- AGUILAR L.A. (2010), “An Insider’s View of the SEC: Principles to Guide Reform”, Speech, Berkeley: U.S. Securities and Exchange Commission, October 15.
- AKERLOF G. (2002), “Behavioural Macroeconomics and Macroeconomic Behaviour”, *American Economic Review*, 92(3), pp. 411-433.
- ALLEN F., BABUS A. (2008), “Networks in Finance: Network-based Strategies

and Competencies, Chapter 21”, Working Paper, n. 08-07, Philadelphia: Wharton School.

ALLEN F., GALE D. (2000), “Financial Contagion”, *Journal of Political Economy*, 108 (1).

ATHANASOPOULOU M., SEGOVIANO M., TIEMAN A. (forthcoming), “Banks” Probability of Default: Which Methodology, When, and Why?”, IMF Working Paper, Washington (DC): International Monetary Fund.

BAIR S. (2009), “Too Big To Fail”, Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, US Senate, Senate Office Building, May 6.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), Consolidated banking statistics, available online at the URL: <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>

___ (2010a), Comprehensive quantitative impact study, February.

___ (2010b), Agreement on Basel Committee capital and liquidity reform package. Annex, Basel: BIS, July 26.

___ (2010c), Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability, Consultative Document, Basel: BIS, August 19.

___ (2010d), Countercyclical capital buffer proposal, Consultative Document, Basel: BIS, July.

___ (2010e), Group of Governors and Heads of Supervision announces higher global minimum capital standards, Press release, Basel: BIS, September 12.

___ (2010f), “International banking and financial market developments”, *Quarterly Review*, Basel: BIS, September.

___ (2010g), A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Basel: BIS, December 16.

BARNIER M. (2010a), “Building a new financial framework together”, Speech, Washington: European Institute, May 11.

___ (2010b), “Effective Financial market Regulation After Pittsburgh – Achievements and Challenges”, Speech, Berlin, May 20.

BARONE-ADESI G. (2009), “Seven Pillars of Wisdom”, The Swiss Finance Institute, Lugano: University of Lugano, May 14.

BASSANINI F. (2010) “The Long-Term Investments in the Age of Globalisation”, Long-Term Investors Club, Rome, June 17th.

- ___ (2011), “What Kind of Financial Markets Do We Want? The new financial regulatory framework and the long-term investment”, Conference on Strengthening the Foundations for Integrated and Stable Financial Markets, Jointly organised by European Commission & European Central Bank, Brussels, May 2.
- BERGER A., HERRING R., SZEGÖ G. (1995), “The Role of Capital in Financial Institutions”, Working Paper, No. 9501, Philadelphia: Wharton Financial Institution Centre.
- BERNANKE B., GERTLER M. (1989), “Agency Costs, Net Worth and Business Fluctuations”, *American Economic Review*, 79(1), pp. 14-31.
- BLUNDELL-WIGNALL A., ATKINSON P. (2010), “Beyond Basel III. Necessary solutions for capital and liquidity”, *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2010, Issue I.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2010), U.S. Banking Agencies Express Support for Basel Agreement, Joint Press Release, September 12.
- BORIO C., DREHMAN M. (2008), “Towards an Operational Framework for Financial Stability „Fuzzy“ Measurement and Its Consequences”, Financial stability, monetary policy and central banking, 12th Annual Conference of the Banco Central de Chile, Santiago, November 6–7.
- BOWERS T., HAMOIR O., MARRS A. (2010), “Financial Services Practice. What’s next for global banks”, *McKinsey Quarterly*, McKinsey & Company, March.
- BRIERLEY P. (2011), “Contingent Capital and Bail-in”, Workshop “How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?”, Brussels: Bruegel, February 11th.
- BRUNNERMEIER M., PEDERSEN L.H. (2008), “Market Liquidity and Funding Liquidity”, *Review of Financial Studies*, 22(6), pp. 2201-2238.
- BRUNNERMEIER M., CROCKET A., GOODHARD C., PERSAUD A., SHIN H. (2009), “The Fundamental Principles of Financial Regulation”, *Geneva Reports on the World Economy*, No. 11, CEPR.
- CAPRIGLIONE F. (2009), *Crisi A Confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova: Cedam.

- CAPUANO C. (2008), "The option-iPoD. The Probability of Default Implied by Option Prices Based on Entropy," IMF Working Paper, No. 08/194, Washington (DC): IMF.
- CARMASSI J., HERRING R. (2009), "The Corporate Structure of International Financial Conglomerates", in Berger A., Molyneux P., Wilson J. (eds.), *The Oxford Handbook of Banking*, Oxford: Oxford University Press.
- CARMASSI J., LUCHETTI E., MICOSSI S. (2009), "Overcoming too-big-to-fail. A regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector", Brussels: Centre for European Policy Studies (CEPS).
- CHAN-LAU J.A., AMADOU S. (2007), "Distance-to-Default in Banking: A Bridge Too Far?", *Journal of Banking Regulation*, 9(1), pp. 14-24.
- COLOMBINI F. (2011), *Crisi finanziarie. Banche e stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, UTET, Torino.
- COMMITTEE OF EUROPEAN BANKING SUPERVISORS (CEBS) (2010a), *Consultation paper on the Guidebook on Internal Governance (CP 44)*, London, October 13.
- ____ (2010b), *Guidelines for the joint assessment of the elements covered by the supervisory review and evaluation process (SREP) and the joint decision regarding the capital adequacy of crossborder groups (GL39)*, London, December 22.
- CONT R., MOUSSA A., MINCA A., BASTO E. (2009), "Too Interconnected to Fail: Contagion and Systemic Risk in Financial Networks", Lecture presented at the IMF, Washington (DC), May.
- COUNTERPARTY RISK MANAGEMENT POLICY GROUP (CRMPG) III (2008), "Containing Systemic Risk: the Road to Reform", August 6th. Available online at the URL: www.crmppolicygroup.org
- COVER T.M., THOMAS J.A. (2006), *Elements of Information Theory*, 2nd Edition, New York: Wiley.
- CROSS G. (2011), "Proposal for contingent capital, bail-ins and tools for orderly resolution. Some difficult questions in search of answers", Workshop "How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?", Brussels: Bruegel, February 11.
- DANIELSSON J., EMBRECHTS P., GOODHART C., KEATING C., MUENNICH F., RENAULT O., SONG SHIN H. (2001), "An Academic Response to Basel II",

Financial Markets Group Special Paper Series No. 130, May 31.

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

___ (2010), “Monetary policy has played a major role in the run up to the financial crisis”, EUROFI, February.

___ (2011a), “Reforming Financial Regulation and the International Monetary System”, Central Banking Review, May.

___ (2011b), “Risk and balance sheets: challenges for European banks”, G-30, May.

DE VILLEROCHÉ H. (2011), Note for Workshop “How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?”, Brussels: Bruegel, February 11.

DEMIRGUC-KUNT A., DETRAGIACHE E. (1999), “Monitoring Banking Sector Fragility: A Multivariate Logit Approach,” IMF Working Paper, 99(147), Washington (DC): IMF.

___ (2005), “Cross-Country Empirical Studies of Systemic Bank Distress: A Survey”, IMF Working Paper, 05(96), Washington (DC): IMF.

DEUTSCHE BANK (2008), “Monitoring Banking Sector Risk,” Deutsche Bank Research, October 28; Available via the Internet: www.dbresearch.com.

DI NOIA C., MICOSSI S., CARMASSI J., PEIRCE F. (2009), “Keep It Simple Policy Responses to the Financial Crisis”, Brussels: Centre for European Policy Studies (CEPS).

DORNBUSCH R., PARK Y.C., CLAESSENS S. (2000), “Contagion: Understanding How It Spreads”, The World Bank Research Observer, 15(2), pp. 177–197.

DRAGHI M. (2009a), Indagine conoscitiva sulle tematiche relative al sistema bancario e finanziario, Commissione VI (Finanze) della Camera dei Deputati, Roma, 17 marzo.

___ (2009b), “Remarks at the Turner Review roll-out”, The Turner Review Conference, London: Financial Services Authority (FSA), March 27.

___ (2009c), “Keynote Speech” at IOSCO’s Annual Conference Financial Stability in the global environment? Learning the lessons from the market crisis, Tel Aviv, June 10.

___ (2010), “Annual Report. Concluding Remarks”, Rome: Bank of Italy, May 31.

- DRAGOMIR L. (2009), "European Prudential Banking Regulation and Supervision", London: Routledge.
- DUNGEY M., FRY R., GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., MARTIN V. (2006), "Contagion in International Bond Markets during the Russian and LTCM Crises", *Journal of Financial Stability*, 2(1), pp. 1-27.
- ____ (2007), "Unanticipated Shocks and Systemic Influences: The Impact of Contagion in Global Equity Markets in 1998", *North American Journal of Finance and Economics*, 18, pp. 155-174.
- ELSINGER H., LEHAR A., SUMMER M. (2006), "Systemically Important Banks: An Analysis for the European Banking System", *International Economics and Economic Policy*, 3(1), pp. 73-89.
- EMSDEN C. (2011), "Italy's Tremonti: Triple-A Nations Need To Take Blame For Banks", *The Wall Street Journal*, February 11.
- ENRIA A. (2010), Audizione - Lo stato del sistema bancario italiano e le prospettive per l'attività normativa, Camera dei Deputati - VI Commissione (Finanze), Rome, November 17.
- ERVIN W. (2011), "Bank Resolution and Too Big To Fail: Is Bail-in the best answer?", Workshop "How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?", Brussels: Bruegel, February 11.
- EUROFI (2010), "Defining priorities to reform the regulatory and supervisory financial framework in the global context", Eurofi high level seminar co-hosted by the Spanish EU Presidency, Madrid, April 14-15.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2006), "Special Feature on Identifying Large and Complex Banking Groups for Financial Stability Assessment", *Financial Stability Review*, Frankfurt, December.
- ____ (2008), "Special Feature on Recent Policy Initiatives to Strengthen the Resilience of the Financial System", *Financial Stability Review*, Frankfurt, December.
- ____ (2010), *Fiscal Policies*, Frankfurt, December, available online at the URL: <http://www.ecb.int/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html>
- EUROPEAN COMMISSION (2009a), "Communication to the Spring European Council, Driving European Recovery", Brussels, March 4.
- ____ (2009b), "Recommendation on remuneration policies in the financial

services sector for the remuneration of directors of listed companies”, Brussels, April 30.

____ (2009c), “Recommendation complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime”, Brussels, April 30.

____ (2009d), “Communication on European Financial Supervision”, Brussels, May 27.

____ (2009e), “Communication on Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets”, Brussels, July 3.

____ (2009f), “Communication on Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets: Future policy actions”, Brussels, October 20.

____ (2009g), “Communication on An EU Framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector”, Brussels, October 20th.

____ (2010a), “Communication on Bank Resolution Funds”, Brussels, May 26.

____ (2010b), “Communication on Regulating Financial Services for Sustainable Growth”, Brussels, June 2.

____ (2010c), “Green Paper. Corporate governance in financial institutions and remuneration policies”, Brussels, June 2.

____ (2010d), “Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 98/78/EC, 2002/87/EC and 2006/48/EC as regards the supplementary supervision of financial entities in a financial conglomerate”, Brussels, August 16.

____ (2010e), “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area”, Brussels, September 29.

EUROPEAN COMMISSION, DG INTERNAL MARKET AND SERVICES (2010a), Technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution, Working Document, Brussels, January 6.

____ (2010b), Follow-up to the Green Paper on Corporate Governance in Financial Institution, Working Document, Brussels.

EUROPEAN COMMUNITY (2008), “Memorandum of Understanding on Cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries on the European Union on Cross-Border Financial Stability”, Brussels, November 8.

EUROPEAN COUNCIL (2010a), “Council to negotiate with Parliament on draft

- EU rules for hedge funds managers”, Brussels, 7500/10 (Presse 64), May 18.
- ___ (2010b), “Press release 3030th Council meeting Economic and Financial Affairs”, September 7th.
- ___ (2010c), “Strengthening Economic Governance in the EU”, Report of the Task Force to the European Council, Brussels, October 21.
- ___ (2011), “Conclusions - 24/25 March 2011”, Brussels, March 24-25. EUCO 10/11 CO EUR 6 CONCL.3.
- EUROPEAN PARLIAMENT AND EUROPEAN COUNCIL (2002), “Directive 2002/87/EC on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate”, Brussels, December 16.
- ___ (2009a), “Directive 2009/65/EC on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (Recast of the Directive 85/611/EEC)”, Brussels, July 13.
- ___ (2009b), “Regulation (EC) No. 1060/2009 on credit rating agencies (CRA)”, September 16.
- FEDERAL RESERVE BANK OF DALLAS (2008), “Fed Intervention: Managing Moral Hazard in Financial Crises,” Economic Letter, 3(10).
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY (FSA) (2009), “The Turner Review. A Regulatory Response to the Global Banking Crisis”, March. Available online at the URL: <http://www.fsa.gov.uk/>
- FORTI N. (ed.) (2010), Preventing and Managing Future Crises. New Regulation, Resolution Funds and Deposit Insurance as tools for European banking groups, Rome: Bancaria Editrice.
- FRANK N., GONZALEZ-HERMOSILLO B., HESSE H. (2008), “Transmission of Liquidity Shocks: Evidence from the 2007 Subprime Crisis”, IMF Working Paper, 8 (200), Washington (DC): IMF.
- FURFINE C. (1999), “Interbank Exposures: Quantifying the Risk of Contagion”, BIS Working Papers, No. 70, Basel: BIS.
- GASPAR V., SCHINASI G. (2009), “Global Financial Crisis, Current Market Conditions and Remaining Policy Challenges”, BEPA Monthly Brief, March.

- GENEVA ASSOCIATION (2010), *Systemic Risk in Insurance*, Special Report of the Geneva Association Systemic Risk working Group, Geneva, March.
- Giliberto M.S. (1990), "Equity Real Estate Investment Trusts and Real Estate Returns", *Journal of Real Estate Research*, 5(2), pp. 259-264.
- GOLDMAN SACHS (2011), *Contingent capital: possibilities, problems and opportunities*, February 16th. available online at the URL: <http://www2.goldmansachs.com/ideas/global-economic-outlook/contingent-capital.html>
- GOLDSTEIN M., VÉRON N. (2011), "Too Big to Fail: The Transatlantic Debate", Working Paper Series, WP 11-2, Washington (DC): Peterson Institute for International Economics.
- GONZÁLEZ-HERMOSILLO B. (2008), "The Role of International Investors" Risk Appetite in Global Financial Crises: 1998-2007," IMF Working Paper, 8(85), Washington (DC): IMF.
- GONZÁLEZ-HERMOSILLO B., HESSE H. (forthcoming), "Global Market Conditions and Systemic Risk," IMF Working Paper, Washington (DC): IMF.
- GRAY D.F., MALONE S. (2008), *Macrofinancial Risk Analysis*, Hoboken (NJ): John Wiley & Sons.
- GROUP OF TEN (2001), *Consolidation in the Financial Sector*, Basel: Bank for International Settlements, Basel, January.
- GROUP OF THIRTY (2009), *The structure of financial supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Washington, D.C., April.
- GROUP OF TWENTY, WORKING GROUP 1 (2009), "Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency," Final Report, March. Available online at the URL: <http://www.g20.org/366.aspx>.
- ____ (2010), *Seoul Summit Document*, available online at the URL: <http://www.seoulsummit.kr/>
- HONOHAN P. (2010), "Two-way interdependence between the banking system and the State", *BIS Review*, No. 66.
- HUANG X., ZHOU H., ZHU H. (2008), "A Framework for Assessing the Systemic Risk of Major Financial Institutions", *BIS Working Papers*, No. 281.
- HUTCHINSON M.M. (2002), "European Banking Distress and EMU: Institutional and Macroeconomic Risks," *Scandinavian Journal of*

- Economics, 104(3), pp. 365–389.
- HUTCHINSON M.M., MCDILL K. (1999), “Are All Banking Crises Alike? The Japanese Experience in International Comparison,” *Journal of the Japanese and International Economies*, 13(3), pp. 155–180.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009), *Global Financial Stability Report*, Washington (DC), April.
- ____ (2010), *Crisis Management and Resolution for a European Banking System*, Washington (DC), March.
- JUNCKER J.C., TREMONTI G. (2010), “E-bonds would end the crisis”, *Financial Times*, London, December 5.
- KAHNEMAN D. (2007), *Economia della Felicità*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- KAMINSKY G.L., REINHART C.M. (1999), “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems,” *American Economic Review*, 89(3), pp. 473-500.
- KIM O., VERRECCHIA R.E. (1997), “Pre-announcement and Event-period Private Information,” *Journal of Accounting and Economics*, 24(3), pp. 395-419.
- LANGEN W. (2010), *Report on derivatives markets: future policy actions*, Brussels, June 7th.
- LASTRA R. (2006), *Legal Foundation On International Monetary Stability*, Oxford: Oxford University Press.
- LAWSON S. (2011), *Contingent Capital*, Workshop “How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?”, Brussels: Bruegel, February 11.
- LEHNE K.H. (2008), *Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on the transparency of institutional investors*, Brussels, July 9.
- LO A. (2009), “Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007–2008”, *Written testimony to the US House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform*, November 13.
- LONG-TERM INVESTORS CLUB (2011), “On Supervision Banking”
- LUGARESI S. (2011), “Proposal for bail-ins, contingent capital and tools for orderly resolution”, Workshop “How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?”, Brussels:

Bruegel , February 11.

- MAINO R. (2011), “Gestire e prevenire le crisi future: il ruolo del governo societario e degli incentivi interni ed esterni nella gestione degli intermediari finanziari”, Convegno AIFIRM “La crisi finanziaria e la gestione dei rischi negli intermediari finanziari”, San Miniato, May 13.
- MAINO R., MASERA R., MAZZONI G. (2010), “Reform of the Risk Capital Standard (RCS) and Systemically Important Financial Institutions (SIFIs)”, pp. 75-136, in Forti N. (ed.), *Preventing and managing future crises. New Regulation, Resolution Funds and Deposit Insurance as tools for European banking groups*, Rome: Bancaria Editrice.
- MARSH I., STEVENS I., HAWKESBY C. (2003), “Large Complex Financial Institutions: common influence on asset price behavior?”, *Bank of England Financial Stability Review*, London: Bank of England, No. 15, pp. 91-101.
- MASERA R. (ed.) (2009a), *The Great Financial Crisis. Economics, Regulation and Risk*, Rome: Bancaria Editrice.
- ____ (2009b), “Global finance, regulation and supervision in the light of the de Larosière report”, pp. 269-276, *Atti Villa Mondragone XXI International Economic Seminar 2009*, June.
- ____ (2010a), “Towards a new regulatory and supervisory framework of the financial sector in Europe: role and contents of the AIFMD, with specific reference to Non-listed Real Estate Funds”, *Rivista Trimestrale di Diritto dell’economia*, No. 2, pp. 108-144.
- ____ (2010b), “Crescita, stabilità, regole di bilancio e regolazione finanziaria: l’Unione monetaria dopo la crisi della Grecia”, *L’industria. Rivista di economia e politica industriale*, No. 2, pp. 193-202.
- ____ (2010c), “Reforming financial systems after the crisis: a comparison of EU and USA”, *PSL Quarterly Review*, 63 (255), pp.299-362.
- ____ (2011), “Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform”, *PSL Quarterly Review*, Vol. 64, No. 257, June.
- MASERA R., MAZZONI G. (2007), “Actuarial and Continuous Time Risk Models: Towards a Synthesis, new financial paradigms in the enterprise economy”, *Convegno CLADAG’07*, Macerata, 12 – 14 settembre.
- MATTHEWS B.C. (2010), “Preventing the Next Financial Crisis: Coordination and Competition in Global Finance”, *American Society of International*

- Law Annual Meeting, Washington (DC), March 26.
- MAZZONI G. (2011), "Trading Book vs. Banking Book, how capital surcharges for systemic risk would affect bank's behaviour", mimeo.
- MCCAFFREY U., O'BRIEN C. (2011), "Rating agency downgrades unsecured bank debt", *The Irish Times*, February 12.
- MCKINSEY & COMPANY (2010), *Basel III and European banking: its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*, EMEA Banking, November.
- MERTON R.C. (1974), "On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates," *Journal of Finance*, 29(2), pp. 449-470.
- ___ (1995), "A Functional Perspective of Financial Intermediation", *Financial Management*, 24(2), pp. 23-41.
- ___ (1990), "Continuous Time Finance", Oxford: Blackwell.
- MESSORI M. (2009), "The financial crisis: understanding it to overcome it", Milan: Assogestioni, September.
- MOODY'S (2009), "Corporate Default and Recovery Rates", May.
- MOORE M. (2011), "Contingent Capital and Statutory Bail-In Within a Crisis Prevention/Crisis Resolution Framework", Workshop "How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?", Brussels: Bruegel, February 11.
- MORGAN STANLEY (2010), "Quarterly Short-Term Credit Market Update", 2 Quarter.
- MORRISON & FOERSTER (2010), "The New Global Minimum Capital Standards Under Basel III", *News Bulletin*, September 15.
- MUSSARI G. (2011), Audizione del Presidente dell'Abi nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari, Camera dei Deputati - Commissione VI (Finanze), Rome, January 12.
- NEW YORK TIMES (2010), "Europe's Web of Debt", May 1.
- NUTTALL R., SANDOVAL S. (2010), "The new value at stake in regulation", McKinsey & Company, March.
- OBAMA B., VOLCKER P. (2010), <http://www.whitehouse.gov/photos-and-video/video/volcker-rule-financial-institutions>, January 21.
- OLIVER WYMAN (2011), *The Financial Crisis of 2015 - An avoidable history*, State of the Financial Services Report.

- PANETTA F. (2010), Audizione, Camera dei Deputati, V Commissione (Bilancio, tesoro e programmazione), Rome, June 8.
- PASQUINI C. (2011), “La crisi e i suoi riflessi sulle attività interbancarie ABI in campo risk management”, Convegno AIFIRM “La crisi finanziaria e la gestione dei rischi negli intermediari finanziari”, San Miniato, May 13.
- PAZARBASIOGLU C., ZHOU J., LE LESLÉ V., MOORE M. (2011), Contingent Capital: Economic Rationale and Design Feature. IMF Staff Discussion Note, SDN/11/01, Washington (DC): IMF, January 25.
- PEDERSEN L., ROUBINI N. (2009), “A Proposal to Prevent Wholesale Financial Failure,” *Financial Times*, January 29.
- PENNACCHI G., VERMAELEN T., WOLFF C.C.P. (2010), Contingent Capital: The case for COERCs, INSEAD Working Paper, 2010/55/FIN, Fontainebleau: INSEAD, August.
- PIANALTO S. (2010), “Regulatory Reform: The New Face of Bank Regulation”, Joint Convection of the Ohio Bankers League and the Illinois League of Financial Institutions, French Lick (IN), September 11.
- POSEN A.S., VERON N. (2009), “A Solution for Europe’s Banking Problem”, Policy Briefs PB09-13, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.
- RASMUSSEN P.N. (2008), Report of the European Parliament with recommendations to the Commission on Hedge funds and private equity, Brussels, September 11.
- REINHART C.M. (2010), “La carta straccia è ancora nei bilanci”, *Corriere della Sera*, September 20th.
- REINHART C.M., ROGOFF K. (2009a), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press.
- ____ (2009b), “The Aftermath of Financial Crisis”, AEA meeting, San Francisco, January 3.
- RESTI A. (2011), “Le banche italiane verso Basilea 3: scusi, per caso ha dodici miliardi?”, ABI Conference “Basilea 3 2011”, Rome, June 20.
- RESTI A., SIRONI A. (2010), “What future for BASEL II?”, CESifo DICE Report, No. 1.
- RONCAGLIA A. (2010), *Why the economists got it wrong*, Anthem press.
- ROSENGREN E. (2009), “Challenges in resolving systemically important

- financial institutions”, The Institute of Regulation and Risk North Asia, Hong Kong, May 5th. Rossi S. (2010), *Metodi di analisi economica: cenni ed esempi*, Roma: Gangemi Editore.
- RUDING O. (2010), *From National to European regulation. Towards European Financial Supervisory Authorities*, Frankfurt, May 19.
- SABATINI G. (2010), *Intervento alla Tavola Rotonda “Regolamentazione, Autorità e Rischi Sistemici”*, Presentazione del Dottorato di ricerca in *Analisi dei Sistemi Finanziari e dei Processi di Gestione dei Rischi*, Università G. Marconi, Senato della Repubblica, Rome, November 24.
- SACCOMANNI F. (2008), “La Crisi Internazionale: Elementi Di Dialogo Con Gli Operatori”, *Proceedings of the Conference La turbolenza dei mercati finanziari: dialogo fra autorità e operatori*, Milano, February 19.
- ____ (2009), “Nuove regole e mercati finanziari”, SSPA - Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione, Rome, January 19.
- SARCINELLI M. (2009), “2007: La Crisi da Subprime”, pp. 97-123, in Perez R. (ed.), *Finanza privata e finanza pubblica*, San Marino: Maggioli.
- SAVONA P., OLDANI C. (2009), “Crisis, Response And Innovation In Europe”, *Proceedings of “The 2009 Pre-G8 Summit” Conference*, Rome, June 30.
- SCHWIZER P. (2011), “Aspetti di governance dei controlli interni”, *Convegno AIFIRM “La crisi finanziaria e la gestione dei rischi negli intermediari finanziari”*, San Miniato, May 13.
- SEgni L. (2010), “Verso un nuovo assetto della vigilanza europea”, pp. 152-186, in Marchesi D. (ed.), *Priorità nazionali. Trasparenza, Istruzione, Finanza, Energia*, Milano: Francoangeli.
- SEGOVIANO M., GOODHART C. (2009), “Banking Stability Measures”, *IMF Working Paper, No. 09(04)*, Washington (DC): IMF.
- SIANI G. (2011), “Proposal for contingent capital, bail-ins and tools for resolution. An update on the FSB and BCBS” work, *Workshop “How promising are contingent capital instruments and bail-ins to strengthen financial stability?”*, Brussels: Bruegel, February 11.
- SIGNORINI L.F. (2011), *Intervento, 17° Congresso AIAF-ASSIOM-FOREX*, Verona, February 25-27.
- SPAVENTA L. (2009), “La crisi della nuova finanza”, in Perez R. (ed.), *Finanza privata e finanza pubblica*, San Marino: Maggioli.

- STRAUSS-KAHN D. (2009), “Speech”, Washington (DC): School of Advanced International Studies, April 23.
- ___ (2010), “Speech”, Brussels: European Commission Conference, March 19th.
- ___ (2011), Transcript of a Press Conference following the Group of 20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting, Paris, February 19. Available online at the URL: <http://www.imf.org/external/np/tr/2011/tr021911.htm>
- STRONGIN S., HINDLIAN A., LAWSON S. (2009), Effective Regulation: Part 5. ending “Too Big To Fail”, Goldman Sachs, Global Markets Institute, December.
- TARULLO D.K. (2010), Comments on “Regulating the Shadow Banking System”, Washington (DC): Federal Reserve System, September 17.
- TREMONTI G. (2009), “International Legal Standards”, available online at the URL: www.tesoro.it/documenti/open.asp?idd=20499
- TRICHET J.C. (2010a), “Macro-prudential Regulation as an Approach to Contain Systemic Risk: Economic Foundations, Diagnostic Tools and Policy Instruments”, Speech at the 13 Conference of the ECB-CFS Research Network, Frankfurt am Main, September 27.
- ___ (2010b), “Keeping the momentum for financial reform”, Keynote address at the EUROFI Financial Forum 2010, Brussels, September 29.
- ___ (2010c), “Europe’s frameworks for macro-prudential oversight and economic governance”, Speech at the Economic Club of New York, New York, October 12.
- ___ (2010d), “Global economic governance and euro area economic governance”, Speech at the World Policy Conference Marrakech, October 16.
- ___ (2011), “Intellectual challenges to financial stability analysis in the era of macroprudential oversight”, Speech for the panel discussion on: “Global imbalances and financial stability” at the Eurofi G20 High Level Seminar, Paris, February 18, Available online at the URL: <http://www.ecb.int/press/key/date/2011/html/sp110218.en.html>
- UNITED STATES CONGRESS (110th) (2008), Emergency Economic Stabilization Act of 2008, Washington (DC), October 3.

-
- ___ (111th) (2010), Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Washington (DC), July 21.
- UNITED STATES SENATE (2010), Collins Amendment SA 3879, Washington (DC), May 6.
- VERMAELEN T. (2010), “Message to Basel: Another way to avoid bank bailouts”, *The Wall Street Journal*, August 20.
- WELLS S. (2002), “UK Interbank Exposures: Systemic Risk Implications”, *Bank of England Financial Stability Review*, London: Bank of England, December, pp. 175–181.
- WOLF M. (2010), “Basel: the mouse that did not roar”, *Financial Times*, September 15.
- ZAZZARA C. (2011), “Credit risk in the trading book Under Basel III: Benchmarking the Increment Risk Charge”, *Synergia*, Milan, March.

IL SECURITY MARKET PROGRAMME E LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI.
EVOLUZIONE DEL RUOLO DELLA BCE (*)

ABSTRACT: *On 7 August 2011, the President of the European Central Bank announced a further step of active interventions in the euro area debt securities markets (Securities Markets Programme), in line with those started in May 2010 in view of the exceptional circumstances in financial markets. In principle this programme would apply only temporarily, in order to address the malfunctioning of securities markets – including sovereign debt markets – and restore an appropriate monetary policy transmission mechanism. This paper looks at the implications of such “non-standard measures” for the institutional role of the Central Bank in the context of the European Treaty, focusing on the key difference between “limited and short time” versus “structured” interventions. This difference plays a key role if measures are requested to last longer than expected. The main characteristics to be designed for structured interventions are then described and discussed, with specific regard to the necessary surveillance on the degree of achievement of agreed policies and outcomes, aimed at addressing issues of moral hazard. In this respect the Security Market Programme is compared to other possible forms of interventions, including use of the European Financial Stability Fund and the possible creation of Eurobonds, with a clear assessment of limits that may arise over time. Findings are critically linked to the debate on the upcoming reform of the European economic governance. In the end, the non standard measures currently implemented by the ECB can only evolve toward alternative, long-term, solutions. One option is substitution with other forms of crisis management referred to other institutions (e.g. the EFSF), with full integration in the “arms” of the enhanced European governance. The other option would still foresee an active role of the ECB in the stabilisation of the secondary market, but would require appropriate legislative changes. In both cases, the solution would face serious chances of proving unsuccessful. This might result either in the approval of new instruments of enhanced integration, not feasible in previous years; or lead, in the opposite case, to critical consequences for the continuity of the Union in the current form.*

SOMMARIO: 1. Le operazioni “non convenzionali” della BCE a sostegno dei debiti sovrani. - 2. *Segue*: il problema della loro riconducibilità alla funzione istituzionale della BCE. - 3. Il ruolo delle statistiche nella definizione e nella verifica delle politiche economiche. - 4. Gli interventi della BCE ed i limiti del *Security Market Programme*. - 5. Altre forme di stabilizzazione dei mercati riconducibili a fonti diverse: il “Fondo salva-Stati” e la possibile creazione di *eurobond*. - 6. L’ipotesi di una riforma della governance della UE . - 7. *Segue*: verso una “costituzione economica europea”? - 8. Conclusioni

1. A fronte della crisi finanziaria iniziata nell’estate del 2007, che ha riguardato inizialmente *asset* finanziari emessi dal settore privato, si sono diffusi, a partire dalla seconda metà del 2010, e intensificati, nell’estate del 2011, gravi squilibri sul mercato dei titoli di debito sovrano. Ciò ha comportato l’esigenza, per i paesi dell’Unione Monetaria, di rivedere la tipologia degli interventi atti a contenere ulteriori forme espansive degli squilibri suddetti; in tale contesto si inquadra l’azione svolta dalla Banca Centrale Europea che, a far tempo dalla fine del 2010, ha posto in essere una serie di interventi di natura non convenzionale (“*non-standard measures*”), tra cui rileva l’ampliamento delle operazioni di acquisto di titoli di Stato dei paesi membri sul mercato secondario¹.

Tali operazioni straordinarie – anche a seguito delle precisazioni disposte dalla stessa BCE nel comunicato del 7 agosto

(*) Nel presente lavoro - frutto di una comune riflessione degli autori, che firmano congiuntamente il primo paragrafo e le conclusioni - i § 2, 6 e 7 vanno ascritti a Francesco Capriglione, ed i paragrafi 3, 4, e 5 a Gabriele Semeraro. Le opinioni espresse da Gabriele Semeraro devono ritenersi di sua esclusiva pertinenza e non impegnano in alcun modo la Banca d’Italia, sua Istituzione di appartenenza.

Contributo approvato dai revisori.

¹ Per una puntualizzazione delle modalità di tale azione della BCE, cfr. Banca Centrale Europea, Bollettino Mensile, Luglio 2011, pp.57-72, ove vengono precisate le variegate forme tecniche in cui si è concretizzato l’intervento della BCE.

2011² – pongono all'interprete una delicata e complessa problematica che spazia dalla valutazione degli effetti delle medesime (connessi non solo all'intensità degli interventi in parola, ma anche alle aspettative in ordine alla loro durata) alla individuazione delle ragioni *profonde* che motivano l'adozione di tale linea strategica (che, sul piano delle concretezze, appare non disancorata dal mantenimento del consenso dei paesi dell'Unione che concorrono nelle determinazioni di politica monetaria).

Al riguardo, non può trascurarsi di osservare che detta linea di condotta della BCE - per quanto orientata ad un ripristino del regolare meccanismo di trasmissione della politica monetaria e, dunque, ad una stabilizzazione del mercato dei titoli di debito sovrano – non può ritenersi sostitutiva di una reale politica di risanamento dei bilanci pubblici. Conseguente la necessità di ricercare un modello di *governance* che consenta - attraverso una nuova formula di governo dell'economia e della moneta a livello regionale europeo – di conciliare gli interventi a sostegno delle indicate finalità (fronteggiare le turbolenze speculative avverso i titoli del debito sovrano e perseguire, nel contempo, rigorose politiche di bilancio).

Sotto altro profilo, viene in considerazione la specificità del ruolo svolto dalla BCE in occasione dell'attività di sostegno dianzi indicata. Più in particolare, rileva la circostanza che gli interventi in parola fuoriescono dal quadro dei compiti istituzionali della BCE, come desumibili sulla base di un'interpretazione restrittiva del Trattato della UE; non a caso si sono levate alcune voci che hanno

² Cfr. ECB, 7 August 2011- Statement by the President of the ECB Press release. <http://www.ecb.int/press/pr/date/2011/html/pr110807.en.html>

sottolineato la non immediata riconducibilità dei medesimi all'azione propria della Banca Centrale Europea³.

Da qui l'esigenza di indirizzare l'indagine all'esame di un possibile mutamento del ruolo istituzionale della BCE, chiamata a svolgere in futuro una funzione di gran lunga più ampia e rilevante rispetto a quella sin qui svolta e, dunque, incidente sulla sua stessa configurazione soggettiva. Naturalmente, tale ambito della ricerca si estende anche alla valutazione di possibili strumenti o organismi che, in via alternativa, possano adempiere alle indicate funzioni.

È bene da ultimo rappresentare che si versa in presenza di processi particolarmente complessi e di difficile attuazione. Ad essi si ricollegano, in caso di insuccesso, paventate ed esecrande ipotesi di ridimensionamento dell'Unione; laddove la loro proficua realizzazione lascia intravedere forme di maggiore integrazione tra i paesi aderenti e, con queste, l'avvio di un significativo passo in avanti sulla strada di una auspicata (ma per ora ancora lontana) unione politica.

2. Le indicate forme operative poste in essere dalla BCE - pur configurando *prima facie* un'esplicazione ulteriore del potere d'intervento alla medesima riconosciuto dal „Trattato sull'Unione europea“ e dallo „Statuto del sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea“ - incidono sulla sfera delle competenze originariamente assegnate a detta autorità.

Da tempo sono stati chiariti in letteratura gli ambiti dell'azione ascrivibili alla Banca centrale europea, evidenziandosene

³ Cfr. GROS, Conflicts of interest in central banking, *Central Banking Journal*, 22 Aug 2011; REICHLIN, L. Il duello (e l' equivoco) tra la Cancelliera e Trichet, *Corriere della Sera*, 20 luglio 2011. Tassi e ruolo della BCE, *Corriere della Sera*, 18 agosto 2011.

i limiti nell'attuazione della politica monetaria, all'interno dell'Eurosistema (la cosiddetta «Zona euro»), in ragione del suo scopo istituzionale di mantenere sotto controllo l'andamento dei prezzi e, dunque, il potere d'acquisto.⁴ A fronte dell'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi e del controllo dell'inflazione (attuato mediante il monitoraggio della base monetaria e/o fissando i tassi di interesse a breve), la Banca Centrale Europea, a norma dell'art. 105, par. 1, del Trattato sull'Unione è competente a sostenere «le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità», donde la prospettiva di interventi ulteriori che possono essere realizzati in modalità variegata e spaziare in direzioni diverse.

È evidente come, nell'intento di dar corso ad «un'economia di mercato aperta e in libera concorrenza» (come si legge nella parte finale del menzionato par. 1), il regolatore comunitario - sulla base di un criterio che ascrive primario rilievo alla «cooperazione» tra i paesi aderenti all'Unione - abbia voluto affidare alla BCE competenze ampie e molteplici, che di certo possono estendersi ben oltre un'azione di mero *coordinamento* delle politiche monetarie. Detta ampiezza operativa, nel passato, è stata valutata in termini restrittivi dalla dottrina giuridica: essa non è stata ritenuta idonea a consentire il riconoscimento alla cennata autorità di poteri d'intervento sul buon funzionamento dei meccanismi di supervisione bancaria; ciò, ferma restando la consapevolezza che la medesima sia in grado di attivarsi proficuamente in occasione di crisi, svolgendo una funzione stabilizzatrice del settore finanziario.⁵

⁴ Cfr. per tutti PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e Unione monetaria europea*, Bari, 2003, p. 235 ss.

⁵ Cfr. tra gli altri CAPRIGLIONE, *Moneta*, in Enc. Dir., III Aggiornamento, Milano, 1999, p. 761 ss, ove con riguardo alle «politiche di vigilanza» si fa presente che la

Più in particolare, il riferimento al disposto dell'art. 127 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, nonché dell'art. 25 dello Statuto della BCE (che prevede variegate forme d'intervento di quest'ultima, quali: pareri, attività di consultazione, svolgimento di compiti particolari) ha indotto, fino ad epoca recente a circoscrivere l'attività dell'istituzione in parola ad un contributo finalizzato alla buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario, non essendo possibile individuare in capo alla medesima una competenza specifica in materia di vigilanza sul settore finanziario.⁶ Da qui l'esigenza, rappresentata da più parti, di dover procedere ad una ridefinizione del quadro delle autorità del settore finanziario europeo previa apposite modifiche della menzionata normativa comunitaria⁷.

La crisi finanziaria - che, come si è anticipato, a partire dal 2007 ha colpito il pianeta - ha agito da catalizzatore ai fini del cambiamento. Gli eventi patologici in parola - nell'evidenziare i profili critici della formula adottata a Maastricht per attuare un'adeguata «convergenza» tra i diversi paesi dell'Unione - hanno dimostrato la difficoltà di conseguire (all'interno della collettività

normativa comunitaria circoscrive l'intervento della BCE allo svolgimento di un'attività consultiva, pur precisandosi che quest'ultima si presta ad «interagire sulle modalità d'esercizio dell'attività di vigilanza negli Stati membri» (p. 764).

⁶ Cfr. PELLEGRINI, *Banca centrale nazionale e Unione monetaria europea*, cit., p. 236 ss, secondo cui il ruolo del SEBC «è limitato al coordinamento delle politiche di vigilanza (perseguite dalle competenti autorità nazionali)... (per cui) ... il suo intervento diventa indispensabile per assicurare che gli Stati agiscano muovendosi nella stessa direzione» (p. 238).

⁷ Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, p. 112; ZADRA, *Per una riforma organica dell'architettura di vigilanza europea: le proposte dell'ABI*, in *Bancaria*, 2009, n. 2, p. 2 ss, ove si riproduce il testo dell'Audizione, tenuta dall'A. il 25 febbraio 2009 presso la XIV Commissione "Politiche dell'Unione europea" della Camera dei deputati, sulla proposta di revisione della direttiva sui requisiti patrimoniali delle banche, della procedura Lamfalussy e sul rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza.

europea) adeguati livelli di compattezza e coesione: la traslazione del *potere monetario* dai singoli Stati membri ad un apposito organismo, la BCE (titolare della sovranità monetaria ed unico responsabile delle politiche che ne esplicitano la funzione) ha mostrato chiari segni di debolezza con riguardo alla possibilità di realizzare gli obiettivi propri di un'«unione economica e monetaria. Da qui l'apertura ad una stagione di riforme che si vuole far coincidere con il perseguimento dei traguardi fissati dalla Commissione nella *strategia decennale*, denominata Europa 2020, proposta al fine di realizzare una crescita «intelligente, sostenibile e solidale»;⁸ riforme che sono destinate ad affiancare le modifiche dell'architettura di vertice della supervisione europea proposte dal Rapporto *de Larosiere* (le cui indicazioni sono state recepite ed avallate nelle conclusioni Ecofin del 9 giugno 2009 e, successivamente, in quelle del Consiglio europeo del 18-19 giugno 2009).⁹

Se ne deduce che, per il riconoscimento alla BCE di specifici poteri in ambito bancario e finanziario, si sono rese necessarie apposite modifiche del sistema disciplinare europeo, con la creazione di un organismo - il Consiglio europeo per il rischio sistemico (ESRB), con a capo il Presidente della BCE - incaricato di controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da processi macroeconomici (dove la sua specifica

⁸ Cfr. Commissione, Comunicazione COM (2010)2020 che riporta il testo di tale strategia dal quale è dato evincere gli obiettivi avuti di mira (*occupazione, ricerca, innovazione, cambiamento climatico ed energia, istruzione e lotta contro la povertà*) in vista di un rinnovamento che consenta di uscire più forti dalla crisi.

⁹ Su tali profili cfr. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 147 ss, reperibile in www.rtde.luiss.it; v. altresì CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010, Cap. III.

competenza ad emanare *inputs* e *guide-lines* per la prevenzione dei rischi macrosistemici).¹⁰

Per converso, a livello giuridico istituzionale, l'assunzione da parte della Banca Centrale Europea di interventi a sostegno dei debiti sovrani non sembra necessiti di particolari forme di regolazione, nella misura in cui questi ultimi rientrano in un ambito operativo che possa dirsi tipicamente proprio di un compiuto esercizio della funzione monetaria.

Non v'è dubbio, infatti, che una lettura coerente della normativa comunitaria che si propone di realizzare condizioni di equilibrio e stabilità nell'Eurosistema debba ritenersi non preclusiva di operazioni che, per quanto non espressamente previste in sede disciplinare (e, dunque, da considerare „non convenzionali“), concorrono in maniera significativa al perseguimento dell'indicato obiettivo. Dette operazioni, in quanto realizzate sul mercato secondario con controparti diverse dagli Stati emittenti, non violano in alcun modo la norma dell'art. 123 del Trattato sull'Unione, il cui divieto è limitato alle sole forme di finanziamento diretto (presititi agli Stati membri ovvero acquisto di loro titoli sul mercato primario). Più complesso appare il rapporto con l'art. 125 (*no-bail-out clause*), che nega l'assunzione di qualsiasi responsabilità, da parte dell'Unione, per passività contratte da altri Stati membri, “fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico”¹¹. In termini giuridici, non v'è dubbio che le

¹⁰ A tale organismo si affianca il Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza Finanziaria (ESFS), consistente in una rete di autorità nazionali che cooperano con tre nuove autorità europee (EBA, EIOPA ed ESMA) al fine di salvaguardare la solidità delle singole imprese finanziarie e proteggere gli investitori. Per quanto concerne in particolare il settore bancario, l'autorità di controllo (l'EBA) è munita di un apposito potere volto ad elaborare ed emanare *standards* di vigilanza.

¹¹ Buiter e Rahbari propongono un'interpretazione controversa della definizione di “progetto specifico” rilevante per l'art. 125, sostenendo l'inclusione di “progetti volti

operazioni condotte nell'ambito del *Security Market Programme* comportino per la BCE l'assunzione di una posizione *creditoria* verso gli Stati membri, e non il subentro nelle loro passività vietato dall'art. 125.

Nella letteratura economica non si è tuttavia mancato di osservare che detti interventi, soprattutto se accentuati nella durata e negli importi, costituirebbero una forma implicita di "bail-out", contraria almeno allo spirito della norma¹². Tali considerazioni sarebbero anche avallate da dubbi circa l'effettiva sterilizzazione monetaria degli interventi in oggetto e la potenziale interferenza con l'azione di politica monetaria.

Sul ruolo svolto, più che dalla natura, dal "*quantum*" degli interventi, si tornerà diffusamente in prosieguo (§ 4, *infra*). Va da sé che - come si avrà modo di rappresentare nel presente lavoro - un'attivazione di tal genere, rilevando sul piano dell'integrazione tra gli Stati membri dell'Unione, interagisce con riguardo alla possibilità di dar corso ad una costituzione economica europea nell'attesa e nella prospettiva di addivenire ad un «unione politica».

3. La previsione di interventi strutturati a sostegno dei debiti sovrani nazionali, attraverso la BCE o attraverso altri organismi, presuppone un rafforzamento degli strumenti di verifica delle azioni e dei risultati realizzati dai beneficiari, a conferma e tutela dei reciproci impegni. Il momento preciso in cui il *financial turmoil* internazionale si trasforma in crisi di debiti sovrani

a rafforzare la sostenibilità del debito sovrano". Cfr. Buiters and Rahbari (2011), *The future of euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a „you break your own it Europe“*. Citigroup Global Markets Global Economics View, 9 September.

¹² Cfr. BELKE 2010 *Driven by the Markets? ECB sovereign bond purchases and the Securities Markets Programme*. Policy Department Economic and Scientific Policies, 8/6/2010 European Parliament, Brussels.

dell'eurozona può essere a ragione individuato¹³ nel 6 ottobre del 2009, giorno in cui il primo ministro G. Papandreou smentisce pubblicamente le statistiche ufficiali sul debito e disavanzo della Grecia, valide ai fini della Procedura sui disavanzi eccessivi prevista dalla normativa della UE¹⁴.

La crisi di fiducia che ne è seguita ha riguardato anche la considerazione della capacità della UE di determinare il grado di conseguimento degli obiettivi economici concordati. Tale tematica si è profondamente legata al riconoscimento della crisi dei tradizionali strumenti di *governance* economica dell'Unione, così come alle conseguenti proposte di modifica della normativa. Affinché gli interventi di sostegno siano integrati in meccanismi correttivi degli squilibri sottostanti, e quindi accettabili da parte dei paesi finanziatori, sono necessarie tre condizioni, che definiscono altrettanti momenti di un processo integrato di sorveglianza.

A) In primo luogo, deve esistere e deve avere maggiore efficacia la rilevazione dell'informazione statistica di base all'origine delle variabili macroeconomiche, in un quadro di rigore e trasparenza tale da impedire – o rendere oltremodo difficile – il verificarsi di casi di *misreporting* quale quello emerso in Grecia. Un chiaro limite della normativa statistica è stato legato alla mancanza di sufficienti poteri di verifica da parte della Commissione Europea (Eurostat). In particolare, l'Eurostat non ha avuto né la possibilità di accedere ai dati di base, né la capacità di effettuare vere e proprie attività di audit sulle autorità statistiche nazionali. In accordo con

¹³ Cfr. NELSON, BELKIN and MIX, *Greece's Debt Crisis: Overview, Policy Responsens, and Implications*. CRS Report for Congress, 2010, 14.5, pag. 3.

¹⁴ Regolamento (CE) n. 3605/93 del Consiglio, del 22 novembre 1993, relativo all'applicazione del protocollo sulla procedura per i disavanzi eccessivi, allegato al trattato che istituisce la Comunità europea.

quanto deciso dal Consiglio Ecofin del giugno 2010,¹⁵ l'ufficio statistico della Commissione avrà ora pieno accesso ai dati di base per tutti i livelli delle amministrazioni pubbliche, nonché per le controparti esterne al perimetro della PA.

A livello organizzativo è stato inoltre attuato il potenziamento delle unità ispettive dell'Eurostat, che in accordo con la nuova normativa¹⁶ possono effettuare regolari attività di audit. Altri interventi hanno riguardato l'utilizzo di un sistema di regole di condotta comuni (*European Statistics Code of Practice*), nonché l'istituzione di un Comitato consultivo europeo per la *governance* statistica (*ESGAB*), destinato a rafforzare l'indipendenza e integrità del sistema statistico europeo nel quadro della *peer review* prevista con il *Code of Practice*. Si tratta di interventi che senza dubbio vanno nella richiesta direzione di un miglioramento dell'integrità e trasparenza dell'informazione statistica. Va tuttavia rilevato che la possibilità di proseguire in futuro sulla via di un ulteriore e sostanziale rafforzamento si scontrerebbe con la necessità di apportare significative modifiche al Trattato Istitutivo¹⁷.

B) Il secondo aspetto riguarda invece l'esigenza di ampliare l'ambito della verifica: oltre a rafforzare l'attendibilità della funzione statistica, è necessario non limitare la sorveglianza al solo debito e disavanzo delle amministrazioni pubbliche, e prendere in considerazione tutti gli altri elementi in grado di segnalare per tempo l'emergere di squilibri nei paesi. Le proposte della

¹⁵ COUNCIL of EUROPEAN UNION (2010), Press Release - 3020th Council meeting Economic and Financial Affairs, Luxembourg, 8 June.

¹⁶ Cfr. REGOLAMENTO (UE) N. 679/2010 DEL CONSIGLIO del 26 luglio 2010 che modifica il regolamento (CE) n. 479/2009 per quanto riguarda la qualità dei dati statistici nel contesto della procedura per i disavanzi eccessivi.

¹⁷ Cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA 2011, "La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali". Bollettino Mensile, Marzo, pag. 119.

Commissione, ora in fase di approvazione¹⁸, prevedono di migliorare la fase preventiva del Patto di Stabilità attraverso la valutazione di un ampio “scoreboard” di indicatori, in grado di individuare per tempo i fattori di debolezza strutturale, di aumento del rischio sistemico e perdita di competitività. Sebbene si tratti anche in questo caso di modifiche che vanno nella giusta direzione, occorre rilevare elementi di criticità insiti nell’ampiezza dell’insieme di indicatori da utilizzare. Sarebbero inclusi, in particolare, il saldo della bilancia corrente e la posizione patrimoniale verso l’estero, nonché il debito dei settori privati: tutti indicatori soggetti a elevati margini di stima e dipendenza da eterogenee prassi di calcolo nazionali (nonostante la formale armonizzazione prevista dalle norme della UE). In definitiva, si tratta di indicatori da un lato preziosi, ma dall’altro caratterizzati da un livello di precisione e attendibilità non comparabile con quello di norma raggiunto dai soli indicatori di finanza pubblica.

Per i paesi con rischi macroeconomici “significativi” è prevista un’analisi più approfondita, che tenga conto anche di aspetti relativi alla crescita eccessiva del credito ovvero dei prezzi delle attività finanziarie. In tale ambito sarebbe importante prevedere anche meccanismi in grado di assicurare coerenza sia con l’attività di monitoraggio, sia con le raccomandazioni formulate dallo European Systemic Risk Board, organismo incaricato di vigilare, a livello europeo, sui rischi macroeconomici e la stabilità finanziaria¹⁹.

¹⁸ Cfr. EUROPEAN COMMISSION (2010) Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Brussels, 29.9.2010 COM(2010) 527 final 2010/0281 (COD). Vd. Discussione nel §7, infra.

¹⁹ Cfr. VISCO, I. (2010) Esame congiunto della comunicazione della Commissione europea “Rafforzare il coordinamento delle politiche economiche”, Camera dei Deputati, 8 luglio.

Infine, giova osservare che il previsto ampliamento degli indicatori avverrebbe su base esclusivamente annuale. Tale frequenza può considerarsi sufficiente per il c.d. *preventive arm* nell'ambito della *governance* prevista dalla riforma del Patto di Stabilità e Crescita (i cui passaggi chiave hanno infatti frequenza annuale). Tuttavia, in caso di ulteriore rafforzamento della *governance* attraverso meccanismi di stabilizzazione (vd. prossimo punto in questo paragrafo), sarebbe necessario estendere il monitoraggio anche a livello infra-annuale, nonostante i chiari limiti qualitativi delle statistiche trimestrali attualmente disponibili.

C) Il terzo aspetto, il più difficile da perseguire, riguarda la previsione di un solido *legame tra sorveglianza macroeconomica (trattata nei due punti precedenti) e interventi sui paesi devianti.* Qualunque meccanismo di stabilizzazione che vada al di là di interventi momentanei e circoscritti, implica trasferimenti fiscali, espliciti o impliciti, tra gli Stati partecipanti (vd. infra, §4).

La presenza significativa di trasferimenti fiscali risulta difficilmente accettabile dai partecipanti, in assenza di meccanismi strutturati di verifica delle necessarie contropartite, in termini di effettiva attuazione di correzioni strutturali. Previsioni in tal senso sono non a caso formulate per il futuro fondo salva-stati, l'ESM, evoluzione dell'attuale EFSF. In base alle dichiarazioni dell'Eurogruppo, l'ESM sarà parte integrante dei meccanismi di rafforzamento della *governance*, attraverso il condizionamento della concessione di prestiti alla verifica dell'effettiva adozione di idonee misure di risanamento. La BCE affiancherebbe la Commissione Europea (Eurostat ed Ecfm) e il FMI nel processo di verifica.

Va da sé che simili caratteristiche procedurali *non* sono ravvisabili nel caso del security market programme posto in essere

dalla BCE. In tale ambito l'assenza di previsione di un meccanismo trasparente che leghi la concessione di aiuti alla verifica dei risultati, se per un verso è ampiamente giustificata dall'eccezionalità della situazione e dall'esigenza di tempestività degli interventi, per altro verso limita sensibilmente le possibilità di accettazione consensuale su un orizzonte temporale più ampio. Tale considerazione concorre a qualificare come strettamente temporanea l'attuale modalità di sostegno adottata dalla BCE, in assenza della previsione esplicita di meccanismi di verifica strutturati.

4. Il sostegno sul mercato secondario offerto dalla BCE ad alcuni stati membri (Security Market Program), se limitato a brevi e circoscritti interventi di stabilizzazione, rientra pienamente nei limiti di azione previsti, essendo interpretabile come mera preservazione dei meccanismi di trasmissione della politica monetaria²⁰. Se tali interventi dovessero protrarsi, assumerebbero *de facto* il carattere di un trasferimento fiscale dai paesi virtuosi ai paesi oggetto di attacco speculativo.

Sotto altro profilo, detto intervento della BCE si colloca tra gli incentivi (*rectius*: rimedi) che a livello regionale europeo possono essere utilizzati per contrastare i movimenti speculativi che, in periodi di crisi, esercitano pressioni sul mercato dei titoli sovrani, scontando l'incertezza che di sovente inficia l'effettività degli interventi a sostegno dei medesimi.

Ed invero le operazioni del *Security Market Programme* frappongono un ostacolo all'esplosione del divario tra i rendimenti dei titoli dei diversi paesi, realizzando forme di *temporanea* stabilizzazione dei mercati e, dunque, evitando che si determinino

²⁰ Cfr. ECB, cit.

fughe in avanti della speculazione a danno di un determinato paese. Va anche rilevato che fornendo ai mercati una forma di investimento siffatta, si limiterebbe l'afflusso di capitali verso "asset monetari rifugio" quali ad esempio il franco svizzero, con ovvie conseguenze negative sulla controllabilità della politica monetaria del paese interessato da detti movimenti.

Va da sè che è insita in tale meccanismo di difesa dei mercati la prevedibile cessazione degli interventi della BCE, al di là di determinati limiti quantitativi e temporali. E ciò in ragione vuoi del necessario raccordo degli interventi in parola con l'ammontare delle risorse che quest'ultima è in grado di destinare a detta finalità senza alterare (contestualmente) la perseguibilità dei propri obiettivi istituzionali, vuoi della possibilità di conservare integro nel tempo il *consenso* dei paesi partecipanti all'Unione monetaria²¹. L'assunzione nel portafoglio della BCE di posizioni significative in titoli problematici comporterebbe inoltre un implicito trasferimento di risorse in favore dei paesi emittenti, e ai danni degli altri paesi sottoscrittori del capitale della banca centrale, esposti pro-quota al rischio di perdite in conto capitale. Il carattere fiscale di tale azione determinerebbe di per sé un'anomalia rispetto ai compiti attribuiti alla BCE, difficilmente difendibile a tempo indeterminato. È evidente infine come meccanismi di difesa ad oltranza dei titoli di debito oggetto di attacchi speculativi, pur se ottimali sotto il profilo della salvaguardia *ex-post* dalle turbolenze dei mercati finanziari, si

²¹ Si fa presente che con l'espressione "mantenimento del consenso" si intende far riferimento anche alla condivisione di siffatta politica monetaria da parte dei membri degli organi decisionali dell'euorosistema, all'uopo rilevando che di recente, nel corso del 2010, il rappresentante della Bundesbank nel Consiglio direttivo, prof. A. Weber si è espresso in termini negativi in ordine alla prospettata acquisto dei titoli di debiti sovrani da parte della BCE. Riserve analoghe sono state espresse, dopo le dimissioni di Weber nell'Aprile 2011, dal suo successore J. Weidmann; riporta tale orientamento della Germania anche L. Reichlin, op. cit.

rivelano di scarsa praticabilità con riguardo all'adozione di adeguate e rigorose misure in materia di politica di bilancio.

Nel delineato contesto, risulta infatti chiaro che la attuazione da parte della BCE di interventi permanenti volti ad evitare squilibri nella competitività tra le economie dei paesi membri, può – in un'ipotesi limite – incidere negativamente sulla pratica di un corretto ricorso (da parte degli Stati dell'Unione monetaria) ad incentivi che assicurino “*solid and sustainable fiscal policies*”, in accordo con gli obiettivi del Trattato istitutivo, come del resto puntualmente è stato più volte sottolineato dalla stessa BCE²².

Si è in presenza, dunque, di un problema di *moral hazard*, dalla cui risoluzione dipendono i futuri destini della stabilità dei mercati e, più in generale, la continuità del sistema. Per converso, non v'è dubbio che una soluzione definitiva alla questione in esame si avrebbe lasciando a ciascun paese membro dell'Unione monetaria l'onere di far fronte, senza interventi *ab externo*, alla difesa dei titoli del proprio debito; in questo caso tuttavia è ipotizzabile la conseguenza estrema dell'effetto degenerativo di un'eurosclosi da alcuni anni riscontrabile sul piano delle concretezze, col conseguente elevato rischio di dissoluzione dell'Unione.²³

In siffatta evenienza la prospettiva della fuoriuscita dall'euro di alcuni paesi dell'Unione monetaria e, dunque, l'ipotesi di un “Europa a due velocità”, in passato rappresentata in sedi diverse con riguardo al grado di integrazione di politiche comuni²⁴ si

²² Cfr. Bollettino Economico della BCE, luglio 2008, pp. 71-85.

²³ Cfr. ampiamente su tale tematica CAPRIGLIONE, Eurosclosi e globalizzazione. (Contro un possibile ritorno all'euroscetticismo), in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 2010, I, p. 1 ss.

²⁴ Cfr. M.MERTES-N.J.PRILL: Der verhängnisvolle Irrtum eines Entweder-Oder. Eine Vision für Europa, Frankfurter Allgemeine Zeitung July 19, 1989; Cfr. inoltre M.MERTES-N.J.PRILL: Es wächst zusammen, was zusammengehören will., Maastricht Zwei muss die Europäische Union flexibel machen, Frankfurter

risolve, su un piano sostanziale, nella cessazione del sistema della moneta unica. Ciò in quanto detta ipotesi operativa, configurabile in ambiti diversi da quello monetario, non trova possibilità di esplicazione in quest'ultimo, stante la stretta correlazione tra i requisiti a fondamento della moneta unica prescritta nel Trattato istitutivo.

5. La descritta tensione nella ricerca di soluzioni ottimali al problema del conseguimento di adeguati livelli di stabilità nel mercato dei titoli di debito sovrano dell'eurosistema – soluzioni che, ovviamente, dovranno essere definite nel contesto di una compiuta osservanza delle regole di finanza pubblica – caratterizza anche le forme di intervento diverse dal *Security market programme* della BCE.

Ci si riferisce - in primo luogo - alla possibilità di un potenziamento dei volumi di operatività del fondo EFSM (c.d. "Fondo salva-Stati") che – a seguito delle decisioni del Consiglio Europeo del luglio del 2011 – potrà affiancare alle operazioni di emissione di titoli e concessione di prestiti agli stati (già rientranti nell'ambito delle sue competenze istituzionali) anche interventi diretti sul mercato primario e secondario dei titoli di debito sovrano.²⁵ Trattasi, come è evidente, di attività destinata a sostituire la nominata operatività straordinaria della BCE, peraltro riproponendo, come si è detto, le medesime questioni connesse al difficile rapporto tra automatismo dell'intervento e prevenzione di comportamenti opportunistici da parte dei paesi beneficiari di tale

Allgemeine Zeitung, December 9, 1994, p. 11.

²⁵ COUNCIL of EUROPEAN UNION, Brussels, 21.7.2011, *Statements by the Heads of State or Government of the Euro Area and EU Institutions*. http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/123978.pdf

azione finanziaria. Simili considerazioni dovrebbero riguardare anche lo European Stability Fund (ESM), destinato a subentrare all'ESFS dalla metà del 2013.

Viene poi in considerazione la creazione di *eurobond*, con riguardo alla quale permangono (se non addirittura si incrementano) le difficoltà testé rappresentate in ordine al fondamento consensuale dell'intervento.²⁶ Le numerose proposte che prevedono l'emissione di *eurobond* - dalla originaria ipotesi di Jacques Delors del 1993 alle più recenti soluzioni individuate da accademici e *policy maker*²⁷ - si caratterizzano per la previsione di una garanzia di tipo "joint and several" a carico degli Stati partecipanti, piuttosto che individuale (come nel caso dell'EFSS),²⁸ nonché per la difficile reversibilità del processo. Ed invero, rispetto alla pratica che si propone l'utilizzo del "Fondo salva-Stati", l'emissione di *eurobond* fa perno su un grado di integrazione maggiore tra i paesi aderenti all'Unione Monetaria; ciò in quanto, per un verso, vengono superati i limiti, insiti nella regolazione del "Fondo", di una diretta riferibilità agli Stati membri (da valutare in ragione delle garanzie da questi prestate), per altro si addivene ad una sostanziale "messa in comune" del debito, con assunzione diretta di passività da parte dell'Unione Monetaria.

²⁶ Cfr. COLOMBINI, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, Torino, 2011, p. 140 ss, ove si sottolinea che gli *eurobonds* «a differenza ... dei titoli di Stato non presentano un legame nazionale evidente, in quanto si collegano al bilancio comunitario».

²⁷ Cfr. BOONSTRA, W.W. (2011), *Saving EMU -Central funding of public deficits, combined with a renewed Stability and Growth Pact, can stabilize the eurozone*. Rabobank Working Paper Series, No. 02- January; DUERING A. (2011), A modest eurobond proposal, *Deutsche Bank – Fixed Income Special Report*, 25 August; TREMONTI and JUNCKER (2010), E-bonds would end the crisis, *The Financial Times*, 5 December.

²⁸ Tra le poche eccezioni, si registra la proposta di PRODI e QUADRIO-CURZIO del 23 agosto 2011, che in luogo delle garanzie in solido prevede effettivi conferimenti di capitale (EuroUnionBond, here is what must be done: <http://www.ilsole24ore.com/art/economia/2011-08-23/eurounionbond-here-what-must-084308.shtml?uuid=AazcQIyD>).

In tale contesto logico trovano spiegazione le difficoltà connesse alla definizione di tale problematica, pur in presenza degli eventi di crisi dell'agosto 2011, a fronte dei quali la ricerca di soluzioni sembra far addivenire ad un consenso comune fino a quel momento mancato.

6. Da quanto precede, consegue che, per conciliare il perseguimento dell'obiettivo di difesa dei titoli di debito sovrano dagli attacchi speculativi con il mantenimento di misure orientate al rigore nelle politiche di bilancio necessita ipotizzare l'introduzione di nuove regole di governance economica per prevenire squilibri ed incrementare le forme di supervisione sulle politiche macroeconomiche poste in essere dagli stati membri.

A ben considerare la revisione della formula organizzatoria del governo dell'economia a livello regionale europeo consente di contrastare le intemperie cui sono attualmente esposti i paesi dell'Unione, atteso che queste ultime sono frutto di un impianto ordinario caratterizzato dalla presenza di una "conduzione accentrata della politica monetaria e di conduzione prevalentemente decentrata, ancorché strettamente coordinata, delle politiche di bilancio"²⁹. Tale assetto - che da" ragione delle difficoltà incontrate dai paesi membri in sede di determinazione del Trattato di Maastricht - è alla base di una realtà giuridico economica nella quale alla limitata integrazione tra gli Stati fa riscontro una permanente tensione tra l'intento di evitare la cessione di ulteriori prerogative di sovranità dei singoli Stati (*i.e.*: al di là dei poteri concernenti esclusivamente la conduzione della politica monetaria) e quello di

²⁹ [BCE Bollettino Economico - Luglio 2008, pp. 71-85, pag. 71]

garantire il buon funzionamento dei meccanismi operativi preordinati alla realizzazione degli obiettivi dell'Unione.

La previsione di forme di stringente controllo costituirebbe una necessaria preconditione per l'erogazione di fondi raccolti attraverso meccanismi di sostegno accentrato, e renderebbe accettabile, da parte dei paesi virtuosi, la possibilità di interventi a sostegno delle economie il cui debito sovrano viene attaccato dalla speculazione. La proposizione di indicatori qualificati a base di eventuali azioni centralizzate a favore di taluni paesi membri appare particolarmente opportuna alla luce della considerazione che i mercati potranno non recepire da subito l'effettiva situazione delle diverse realtà nazionali, adeguando tempestivamente gli *spread* tra titoli del debito sovrano in risposta al quadro macroeconomico che si è venuto a determinare; donde la valida riflessione prospettata dalla stessa BCE, già prima dell'acuirsi della crisi dei debiti sovrani: "vi è una chiara necessità di un quadro di riferimento collettivo per le politiche di bilancio che limiti l'emissione di debito pubblico nazionale"³⁰.

In altri termini occorre meglio chiarire le modalità di esecuzione del controllo sull'*agere* finanziario dei paesi membri, problematica sulla quale già hanno preso posizione sia la Commissione Europea, che il Consiglio Europeo dei Capi di Stato e di Governo.³¹ Ed invero, una puntuale riforma della *governance*, in

³⁰ Cfr. BCE, Bollettino Mensile, Luglio 2008, pag. 77, ove si precisa: "in linea di principio, i mercati finanziari stessi dovrebbero eliminare tali incentivi attribuendo premi al rischio appropriati al debito sovrano. Tuttavia, non da ultimo per l'effetto dell'ottica di breve termine e del comportamento emulativo degli investitori, nella pratica la capacità di discernimento tra le caratteristiche del rischio del debito pubblico nazionale da parte dei mercati finanziari tende a essere scarsamente affidabile e spesso incompleta. Per compensare questi aspetti, vi è una chiara necessità di un quadro di riferimento collettivo per le politiche di bilancio che limiti l'emissione di debito pubblico nazionale."

³¹ COUNCIL of EUROPEAN UNION, cit.

grado di individuare e sanzionare per tempo le condotte devianti, consentirebbe di trasferire agli organi di governo economico dell'Unione il compito di vigilare affinché non abbiano ad affermarsi turbative di qualsivoglia genere.

Ciò avrebbe l'ulteriore positivo risultato di incidere sulla *centralità* dei mercati finanziari per quanto concerne la verifica di validità delle politiche di bilancio, rimettendo ad apposite entità con specifica competenza tecnica gli accertamenti di cui trattasi. Si attenuerebbe, per tal via, la prerogativa dei mercati finanziari (al presente esercitata in modalità quasi esclusiva) di segnare le sorti del debito sovrano di taluni Stati membri, sottraendole per tempo ad un giudizio potenzialmente falsato dalla componente speculativa.

7. Va inoltre tenuto presente che la predisposizione di efficaci meccanismi sanzionatori preventivi è di per sé fattore che potrebbe indurre i paesi virtuosi (e conseguentemente poco propensi ad un sostegno solidale verso coloro che deviano da una linea di rigore), ad accettare politiche comunitarie volte alla difesa dei debiti sovrani. Va da sé che, al di là delle sanzioni già previste nelle recenti proposte di riforma della *governance* (dall'obbligo di costituire depositi non remunerati al blocco dei fondi strutturali), l'imposizione più grave a carico dei paesi devianti diverrebbe il mancato riconoscimento della possibilità di beneficiare dell'utilizzo delle risorse finanziarie ottenute mediante il ricorso a nuovi meccanismi centralizzati di raccolta.

Naturalmente la validità di una costruzione siffatta è subordinata alla efficacia degli interventi sanzionatori sopra indicati; e ciò dovendosene prevedere vuoi l'applicazione automatica, vuoi la

congruità della relativa dimensione (da correlare alla gravità degli squilibri causati). Orientato in tal senso appariva l'originario progetto predisposto dalla Commissione UE nel 2010;³² tuttavia, rispetto ad originari progetti di riforma della governance predisposti dalla Commissione Europea, il documento elaborato da una Task force, guidata dal Presidente del Consiglio Europeo H. Van Rumpuy, ha ridimensionato l'automatismo delle forme di intervento, all'uopo introducendo talune componenti di discrezionalità.³³ La contrapposizione di vedute sul grado di discrezionalità del dispositivo sanzionatorio ha influito non poco sull'iter di approvazione del gruppo di sei proposte legislative per altrettanti Regolamenti del Consiglio e del Parlamento della UE sulla nuova governance, e l'approvazione è slittata oltre il termine inizialmente previsto (giugno 2011).

Di recente, a seguito delle turbolenze finanziarie avutesi nel luglio e agosto del 2011, il tema del rafforzamento del governo economico dell'Unione è stato riassunto prima dal vertice dei Capi di Stato e di Governo della UE tenutosi il 21 luglio 2011³⁴, e successivamente dalla proposta franco-tedesca del 16 agosto 2011, nella quale è stata ribadita l'esigenza di un nuovo "governo per l'euro", in grado di coordinare le politiche fiscali procedendo a una loro armonizzazione.³⁵

³² I riferimenti delle proposte legislative della Commissione sono: COM(2010) 522, COM(2010) 523, COM(2010) 524, COM(2010) 525, COM(2010) 526 e COM(2010) 527, con testo pubblicato su: http://ec.europa.eu/economy_finance/articles/eu_economic_situation/2010-09-eu_economic_governance_proposals_en.htm

³³ BANCA CENTRALE EUROPEA, "La riforma della governance economica nell'area dell'euro: elementi essenziali". Bollettino Mensile, Marzo 2011, pag. 105-126; pag. 117 e nota 15.

³⁴ Cfr. COUNCIL of EUROPEAN UNION, Cit.

³⁵ Cfr. M. MOUSSANET, *Merkel-Sarkozy: un governo per l'euro e tassa sulle transazioni*, Sole 24, 17 agosto 2011, pag. 9].

L'assetto determinato dalla creazione di meccanismi accentrati di intervento a sostegno dei debiti sovrani, accompagnato dalla necessaria preconditione di una efficace riforma della governance, avrebbe l'effetto di ridisegnare il ruolo delle diverse istituzioni dell'Unione Monetaria; ciò soprattutto con riguardo alla configurazione dei margini di azione della Banca Centrale Europea, connessi alla (futura) definizione del ruolo della medesima nel nuovo apparato del complesso autoritativo di vertice dell'Unione.

Significativi al riguardo appaiono i dubbi sollevati da più parti in ordine alle operazioni effettuate dalla BCE (nell'ambito del *Security Market Programme*), considerate un'*anomalia* rispetto alle competenze *attualmente* previste dal Trattato Istitutivo³⁶. Donde la prospettiva dell'attribuzione di detti compiti ad un'entità di nuova istituzione (con ovvia delimitazione dell'ambito di intervento della BCE *in subiecta materia*), ovvero, in analogia con quanto è dato riscontrare con riguardo alle forme di supervisione bancaria, la configurabilità di un possibile ampliamento - a livello normativo - delle funzioni della stessa BCE, si da esplicitare in modalità inequivoche l'intervenuta modifica della sua attività di riferimento.

Si individua, in tal modo, una formula della "costituzione economica" europea che – a fronte della primazia di taluni stati membri – conferma la logica del mercato regolato nel quale le scelte di fondo (*rectius*: le decisioni di comando) sono affidate ai paesi che

³⁶ Si vedano al riguardo le riserve espresse dal precedente membro tedesco del Comitato Esecutivo della BCE J.Stark (Corriere della Sera, 23 agosto 2011), nonché la posizione riportata dal Frankfurter A. Z secondo cui la BCE non deve trasformarsi in "BBE" (bad bank europea), specializzata nell'acquisto di asset problematici, piuttosto che nella mera gestione della politica monetaria. In senso conforme, rilevano anche le perplessità sollevate da L.Reichlin (cit.) in ordine al carattere "quasi-fiscale" delle operazioni della BCE sul mercato dei titoli. Le successive dimissioni di Stark, formalmente ricondotte a motivi personali, sono state attribuite dalla Reuters a divergenze sull'entità e durata del Security Market Programme.

associano alla rilevanza della dimensione dell'economia un significativo rigore delle politiche di bilancio, fondato su una adeguata stabilità della situazione politica. Si apre la prospettiva per una rivisitazione del concetto di *solidarietà* posto a fondamento del processo di integrazione economica europea: questo appare, infatti, circoscritto alle sole ipotesi in cui un paese membro destinatario dell'azione solidale dell'Unione sia vittima casuale di uno "*shock idiosincratico*" e non anche autore sistematico di comportamenti che ne hanno causato la crisi.

8. Dalle considerazioni che precedono, si evince che le difficoltà incontrate dai paesi aderenti all'Unione monetaria nel far fronte alle recenti turbolenze finanziarie sono figlie di una insufficiente integrazione delle politiche economiche che continuano a presentare discordanze e disomogeneità, nonostante gli sforzi al riguardo prestati da taluni paesi (virtuosi). È il caso di sottolineare i limiti sul punto originati dallo stesso Trattato Istitutivo che - nel rimettere (in modalità di ampia apertura) alle determinazioni dei singoli Stati le scelte di politica fiscale - ha segnato i presupposti per la successiva emersione della realtà sopraindicata. In particolare, appare emblematica, nel delineato contesto, la difficile scelta della tipologia di interventi cui eventualmente far ricorso per finanziare il sostegno dei debiti sovrani.

Si è visto come gli attuali interventi della BCE nell'ambito dell'attività di *Security Market Programme* abbiano natura strettamente temporanea e implicino, sul piano delle concretezze, una ridefinizione del proprio ruolo istituzionale. Non v'è dubbio infatti che emerge l'esigenza di un'azione al riguardo da svolgere in modalità sistematiche e continuative, e dunque con carattere di

permanenza (anche se devono, in ogni caso, tenersi fermi ampi margini di discrezionalità in ordine alle decisioni di intervento).

Va precisato, altresì, che un eventuale creazione di *eurobond* (e/o di altri strumenti simili) che denotino efficacia avverso l'attività di speculazione sui mercati, accentua problemi di *moral hazard* per i paesi meno virtuosi. L'ipotesi di una riforma della *governance* deve essere vista come un rimedio o preconditione a dette possibilità di intervento, in grado cioè di traslare *a monte* dei mercati il giudizio sulla solidità dei paesi membri e, quindi, sostituendo una valutazione macroeconomica strutturale ad altre di natura speculativa, ovviamente condizionate da comportamenti emulativi e distorti (in quanto orientati al breve termine).

Naturalmente, ai fini di cui sopra, particolare attenzione va dedicata al superamento delle aree di criticità rivenienti da inadeguate forme di coordinamento tra gli interventi di cui trattasi e la stabilizzazione degli assetti bancari e finanziari dell'Unione. Ed invero, la presenza di rischi sistemici e microprudenziali nei contesti bancari nazionali appare da sola in grado di vanificare eventuali rigorosi piani di risanamento preordinati a un contenimento della spesa pubblica e, più in generale, ad un miglioramento del bilancio statale. Non v'è dubbio che il superamento di aree di criticità è legato alla individuazione di meccanismi che consentano di pervenire ad un più completo (*rectius*: effettivo) monitoraggio dei rischi complessivi cui sono esposti i diversi paesi, monitoraggio rigorosamente supportato dalla integrità e trasparenza delle informazioni statistiche.

È appena il caso di aggiungere che - secondo il noto principio per cui ogni crisi può essere elemento catalizzatore di innovazioni istituzionali- ove si addivenga ad una piena conformazione del

sistema economico finanziario europeo alle indicazioni prospettate in sede tecnica per contrastare la avversa realtà speculativa (che caratterizza la situazione patologica in atto) potrà derivare il benefico effetto di un ulteriore, significativo passo in avanti nella direzione di una unione politica.

Conferente ai fini di tale risultato apparirebbe la sostanziale “messa in comune” del debito (attraverso gli *eurobond* o strumenti simili) attraverso l’assunzione diretta di passività da parte dell’Unione Monetaria. Ciò in quanto, per la prima volta nella storia dell’Eurosistema, si assisterebbe ad una forma di integrazione estesa ad ambiti di politica economica che vanno ben oltre la originaria traslazione della sola “sovranità monetaria” dei paesi membri ad organismi comunitari. Tale esito appare specificamente significativo in quanto la nuova forma di unitarietà dei paesi aderenti dovrebbe essere fondata su processi che fanno capo a specifici organi di governo dell’“economia”³⁷ che operano su base *consensuale*, donde un *incipit* nel superamento di consolidate visioni di tipo nazionalistico, che fino ad ora sono state di impedimento alla realizzazione dell’unione politica. Va tuttavia rilevato che nessuna di tali forme di interventi di stabilizzazione può ritenersi in alcun modo sostitutiva di una reale politica di risanamento dei bilanci pubblici, che rimane prerequisito essenziale di ulteriori passi verso l’integrazione.

Va da sé che ogni condotta distorsiva o elusiva nella realizzazione di un programma di rinnovamento delle tecniche utilizzate a fini di stabilizzazione avrà come conseguenza non solo il mancato raggiungimento dell’obiettivo di breve periodo (*i.e.* il contenimento dell’ondata speculativa contro i debiti sovrani nazionali), ma più in generale il deterioramento su vasta scala della

³⁷ Cfr. MOUSSANET, cit.

capacità di tenuta dell'Eurosistema (da cui, ovviamente, potrebbero derivare ulteriori e nuovi effetti negativi a livello di continuità stessa dell'attuale contesto ordinatorio).

Si versa pertanto in presenza di processi particolarmente complessi e di difficile attuazione, cui sembrano ormai ricollegarsi solo due possibili esiti, privi di opzioni intermedie: in caso di insuccesso, prenderebbero corpo paventate ipotesi di ridimensionamento dell'Unione; nel caso opposto si potrebbero invece intravedere, proprio in ragione della grave crisi e del conseguente sviluppo di strumenti per superarla, forme di maggiore integrazione tra i paesi aderenti, con l'avvio di un significativo passo in avanti sulla strada dell'unione politica.

Questo favorevole secondo scenario - se mai dovesse verificarsi - corrisponderebbe perfettamente a quanto auspicato, con un decennio esatto di anticipo, dall'allora Presidente della Commissione Europea, Romano Prodi: «Sono certo che l'euro ci obbligherà a introdurre un nuovo insieme di strumenti di politica economica. Ciò è politicamente impossibile da proporre adesso. Ma un giorno ci sarà una crisi, e nuovi strumenti saranno allora creati.»³⁸.

Francesco Capriglione

Gabriele Semeraro

³⁸ "I am sure the Euro will oblige us to introduce a new set of economic policy instruments. It is politically impossible to propose that now. But some day there will be a crisis and new instruments will be created." Romano Prodi, EU Commission President, December 2001. cit. in UBS (2011) *Euro Break-up: the Consequences*. Global Economic Perspectives, 6 September.

THE MANDATORY ADR IN THE FINANCIAL SERVICES*

ABSTRACT: Mentre il Dodd-Frank Act introduce un' articolata proibizione delle clausole di contratti di mercato finanziario che obbligano la clientela a ricorrere obbligatoriamente alle ADR in generale – e a quelle gestite dal FINRA in particolare – l'Unione Europea studia modalità di incentivo alla diffusione delle ADR. Nello stesso tempo, l'ordinamento italiano stabilisce la regola della media-conciliazione obbligatoria per molteplici aree, ivi inclusi tutti i servizi bancari e finanziari e nella contrattualistica incominciano ad emergere clausole simili a quelle vietate dalla riforma statunitense.

SUMMARY: 1. Outline of issue - 2. ADR and financial services dispute resolution - 3. The prohibition of the mandatory arbitration in the Dodd-Frank Act - 4. EU rules - 5. The introduction of the mandatory ADR in Italy - 6. The development of the EU perspective.

1. The matter that I intend to bring to your attention concerns the use of ADR in disputes related to financial services.

In this matter, in fact, several changes that focus on the role of ADR are underway. ADR appears as a friendly and fast tool on the one hand for settling disputes, on the other hand for channeling subsidies for providers of financial services.

The prevalence of one function over the other is related to the ways in which different legal systems regulate and / or allow the use of mandatory ADR.

On this point we are making changes both in the United States and in Europe.

* Contributo approvato dai revisori.

Actually, while the Dodd-Frank Act questions the mandatory ADR, allowing its prohibition in securities dispute resolution, EU searches possible ways to make ADR happen in EU. At the same time, Italy has established the rule of mandatory mediation for almost all subjects including all financial services.

2. Let me first briefly summarize some key points about ADR in order to clarify the terms of the matter.

First, there is general consensus on fact that ADRs are all processes and techniques for resolving disputes that fall outside of, or before the judicial process. ADR is a term that describes a variety of methods that parties can use to resolve disputes outside of court, including negotiation, conciliation, mediation, collaborative practice, and many types of arbitration.

Second, there is also general consensus on the fact that there are several types of methods, but the common denominator of all ADR methods is that they are faster, less formalistic, less expensive, and often less adversarial than a court trial.

Third, in any case, the distinction between mediation and arbitration is generally accepted.

Mediation is a negotiation carried out with the assistance of a third party, who has no decision making power. He aids in the resolution of the dispute, in an informal way, helping the parties to focus, even emotionally, on their interests, not on their own (alleged) rights.

In arbitration, however, the third party has decision making powers. The arbitrator shall be appointed to adjudicate the dispute.

Moreover, the conviction that the arbitration has changed is

quite widespread. While it was first intended to provide a flexible and cost-efficient alternative to litigation, it has developed into a semi-formal, semi-complex process for resolving disputes. This also in the field of the financial market, also for the disputes with the majority of customers.

Nevertheless, in the securities industry, the use of ADR is still considered preferable for several reasons: for the technicality of the issues, for the potential high number of small claims between intermediaries and customers, etc.

Therefore, in several jurisdictions, there are institutions which provide specialized services of ADR with many differences, e.g. in the U.S. the securities industry arbitration practice has consolidated its efforts in FINRA, which is a non-governmental organization, an “independent regulator” for all securities firms doing business with the public, while in Italy there are specialized agencies settled by the supervisors¹. Therefore, the initiatives of the bank enterprises (the Consob “Camera di conciliazione e arbitrato” and, in particular, the Bank of Italy “Arbitro bancario e finanziario”) have been partially colonized.

In the US, differently from EU in general and from Italy, mediation and arbitration are the most common processes. This is due, above all, to SEC [Rule 12](#)², which provides for arbitration of “any

¹ In reality, according to a minority the FINRA arbitration fairness is regulated with substantial oversight by the SEC, see Jill I. Gross, *McMahon Turns Twenty: The Regulation of Fairness in Securities Arbitration*, 76 U. CIN. L. REV. 493, 512-17 (2008).

² The origin of the dissemination of the clause is dated back to 1987, when the United States Supreme Court decided the case of *Shearson v. McMahon*, 482 U.S. 220 (1987) upholding a pre-dispute arbitration provision in an account agreement between customers and their brokerage firm. Almost not all broker dealers subsequently added mandatory arbitration provisions to their customer account agreements and for the last two decades, the primary method of resolving disputes between investors and their brokerage firms has been arbitration through what is now the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”). For the further developments of this landmark decision, see Tamara Hoffbuhr-Seelman, *The Future of Man-*

dispute, claim or controversy between parties ... arising in connection with the securities business of such parties.”

Since then, most of the New Account Agreements include a mandatory arbitration clause that refers the matter to arbitration³.

3. In recent years, the mandatory arbitration clause has been the focus of many debates, especially because it is considered detrimental to the fundamental rights of defense.

The problem has been considered by the legislator for more than ten years, particularly during the reform of the Federal Arbitration Act (FAA) that is still in progress. This path still goes hard⁴, but it has created attention on the problem that the Dodd-Frank Act was able to organize its intervention in relation to financial services.

The Act has a lot of rules in it, both in the Title IX -Investor Protection and Securities Reform Act 2010 (Sect. 748,921), and in the Title X - Consumer Financial Protection Act of 2010 (Sect. 1028, 1414).

These rules are all inspired by the idea that arbitration is not a bad method to settle securities disputes; however, it should not be the investor's only option.

The rules derived from this idea of two different degrees of in-

datory Securities Arbitration Under the Dodd-Frank Act , The Business suit,vol.13,is.9.

³ And the mandatory arbitration clause is often accompanied with class action waiver. This is another unfair provision, that at the time was partly justified by the United States Supreme Court (AT&T Mobility LLC v. Conception, 563 U.S. 09-893, Apr.27, 2011), who held that States cannot, as a general practice, void as unconscionable all arbitration clauses in consumer contracts that also reject class arbitration.

⁴ □Still “On May 12, 2011, Senators Franken and Blumenthal reintroduced the Arbitration Fairness Act (AFA) which, if passed, would amend the FAA to render unenforceable any mandatory arbitration clause for employment, consumer, franchise, or civil rights disputes, as well as any dispute arising under any statute intended "to regulate contracts or transactions between parties of unequal bargaining power." The AFA failed to pass twice before and the third time is not likely to be the charm, given the current makeup of Congress”. See Financial Services Report, Summer 2011.

tensity. On the one hand, there are flatly prohibitions against the enforcement of mandatory pre-dispute arbitration agreements in specific situations, where the need for a special and urgent protection has been evaluated by the law undoubtedly (residential mortgage contracts, Sec. 1414, and whistleblower actions on securities fraud, Sec. 922, and commodities fraud ,Sec. 748).

On the other hand, dealing with the all the other relationships with customers, there is the empowerment of intervention to the sector authorities, to the SEC in the securities context (Sec. 921) and to the CFPB in the area of consumer financial product or service (Sec. 1028), in accordance with the tasks of the new institution, as set out by Sec. 1011.

The new Bureau of Consumer Financial Protection has been required to conduct a study concerning the use of mandatory pre-dispute arbitration in consumer financial services and provide a report related to this issue to the Congress. In addition, the Bureau has the authority to "prohibit or impose conditions or limitations on the use of" mandatory arbitration clauses, consistent with the study by rulemaking (Sec. 1028) .

This provision had its origins in the Obama Administration's initial white paper on financial reform and has never been abandoned during the reform work. The impact of provision, however, is limited by the lack of a timeline for the study and, above all, the lack of clarity on the role of the Congress in the next step.

Under Sec. 921, SEC has a similar power, but more easily enforceable. In fact, SEC "*may prohibit, or impose conditions or limitations on the use*" of mandatory arbitration agreements "if it finds that such prohibition, imposition of conditions, or limitations are in the public interest and for the protection of investors".

As pointed out," The language does not explicitly tell the SEC

how to go about this task”⁵. The SEC gives the impression of still having a long way to go. The SEC is currently gathering comments on what actions, if any, the SEC should take with regard to mandatory pre-dispute arbitration in securities industry disputes⁶ through a dedicated link on its own website.

Few comments have been posted on this site so far. The main point at issue is the autonomy of the FINRA. It is noted that: “The numbers themselves show how unfair FINRA arbitration is to the public customer. Public customers prevail in FINRA arbitrations approximately 48% of the time for this year so far, according to FINRA’s statistics. But when they prevail, public customers actually receive less than 40% of their damages, on average”⁷. Another commentator reconstructs the history of the “erosion of customer choice” in a detailed way hoping that this freedom of choice is given back to the customer⁸.

In contrast with the former comment, another commentator wants to prove how the FINRA rules, including the Code of Arbitration Procedure, are fair and protect investors⁹.

A few commentators suggested making arbitration compulsory for financial firms but optional for investors.

In short, there is a widespread hope that, under the Dodd-Frank Act, the SEC can make necessary reforms to the arbitration process in order to re-establish its original purpose that is leveling

⁵ J. Kelly, *Dodd-Frank Financial Reform Addresses Mandatory Arbitration*, JAMS Dispute Resolution Alert, Vol. 10, No. 2, p. 7.

⁶ See www.sec.gov/comments/df-title-ix/pre-dispute-arbitration/predispute-arbitration.shtml.

⁷ Comment submitted by Tim Canning, Law Offices of Timothy A. Canning, Aug. 18, 2010.

⁸ Comment submitted by Peter J. Mougey, 2011 PIABA President, Pensacola, Florida, Dec. 3, 2010

⁹ Comment submitted by Jill I. Gross, Professor of Law, Director of Legal Skills, Pace Law School, Jun. 9, 2011

the playing field between customers and securities firms. May this purpose be pursued leaving the monopoly of FINRA intact or does this knot have to be faced to begin with?

4. ADR is far from being solidly established in Europe. Across many EU jurisdictions there is a so-called “mediation paradox”, that is while the use of mediation yields highly successful results, mediation is rarely used in a systematic way by disputants and lawyers (there are many resistances from lawyers).

Moreover, access to justice is a cornerstone of the European policies because it involves two fundamental aspects for the viability of the single market, the possibility to have easy access to justice in case of dispute and the generalized effectiveness, in all member states, of the decisions taken in a trial held either in a court or in ADR .

The European institutions have been pursuing for a long time these goals in the area of financial services, which was one of the first in which the single market was set up. The European Commission considered that the integration of retail financial services markets gave European consumers a greater choice of financial services, facilitated by the increasing purchase of financial services through internet. Therefore the consumers had and still have the opportunity to shop around not only in their home countries but also across national borders. However, in order to have confidence in buying financial services from providers established in other Member States, consumers needed to know that they would have easy access to justice in case of dispute.

Therefore, in 2001 the Commission connected the existing na-

tional ADR schemes in the European Economic Area (EU Member States, Norway, Iceland Liechtenstein), into a network called FIN-NET for an easier resolution of cross-border disputes. Within this network national ADR schemes assist consumers, who have disputes with financial service providers based in another Member State, in identifying and contacting the ADR scheme, which is competent to deal with their complaint.

Cross-border complaints are handled by FIN-NET members on the same basis as domestic complaints. However, currently there are still gaps in ADR in the area of financial services in various Member States and ADR schemes do not exist in all Member States for all financial services sectors. In only approximately seventy five per cent of Member States all sectors seem to be covered by an ADR scheme¹⁰.

So, even in the area of financial services the Mediation Directive (2008/ 52/EC) - which was adopted in 2008 and is in force since 21 May 2011 – for cross-border cases¹¹ is relevant .

The Directive aims to address the availability of mediation services and improve the awareness and the use of mediation. The *2008 Mediation Directive* has been both a ground-breaking and standard-setting benchmark in the field of mediation legislation. It is ground-breaking because it is an example for many EU legislators on mediation.

¹⁰ See European Commission, *Alternative Dispute Resolution in the Area of Financial Services*, Consultation document, 11.12.2008, MARKT/H3/JS D(2008).

¹¹ The Directive applies in all matters, when two parties who are involved in a cross-border dispute voluntarily agree to settle their dispute using an impartial mediator. “ All EU Member States should now have measures in place to transpose the EU legislation. However, nine countries have not yet notified all national measures needed to fully implement the Directive. As a result, the European Commission began legal proceedings of infringement by sending “letters of formal notice” to the following countries: The Czech Republic, Spain, France, Cyprus, Luxembourg, the Netherlands, Finland, Slovakia and the United Kingdom”. See EUROPA - Press Releases IP/11/919, *European Commission takes action to ease access to justice in cross-border legal dispute*, 22 July 2011.

What is the European model? The *2008 Mediation Directive* incentivizes the use of a Two-step approach (mediation then court or arbitration). For the Two-step approach, disputants need to go first to a mediator or a mediation-provider organization (step one), and only if the mediation fails, do the disputants and the dispute proceed onto court (step two).

This approach can be mandated by law or required by contract if one party has filed a mediation request within the duration of the dispute. On this point, the Directive leaves Member States free to choose.

In any case, the Mediation Directive encourages such type of incentivizing or penalizing participation in mediation schemes. A successful mediation implementation plan should include both “carrot” and “stick”. So article 5(2) provides that Member States may offer incentives or sanctions to further the success of their national mediation program. The suggested incentives (“carrots”) and regulations (“sticks”) which will help encourage mediation use are: (a) Force of Law, (b) Tax Incentives, (c) Reimbursement of Dispute Fees, and (d) Judge Incentives.

5. Italy is one of first States that has implemented the Mediation Directive (Legislative Decree No. 28 issued in 2010, in force since March 2011)

Italy, not only has adopted the Directive, but also gone beyond cross-border cases. It not only applied many of its principles to the domestic civil dispute and for almost all subjects, including financial services, but it also chose the mandatory Two-step approach,

that is the “stick”¹².

This approach is vital for Italy, because the use of the One-step approach demands costs and times decidedly too high (e.g., it takes an average of 1.210 days to resolve a dispute, against an OECD average of 517,5 days and a US average of 300 days)¹³. Moreover, the mandatory approach is more suitable because there is no friendly settlement background in Italy.

The Italian mandatory mediation approach acts as a “stick”, making disputants attempt mediation before allowing court access (art. 5, decree 28).

The choice has been the subject of claims brought before both the Constitutional Court and the Court of Justice, but the legislator has not expressed a second thought. Indeed, a recent law (No. 148 issued in 2011) introduced a penalty against the party that is not in mediation, but then goes to trial. This is because, in the first application of the law, the defendant is a party to mediation only in 27.76% of cases¹⁴.

In recent months, as the new law is in force, clauses similar to those prohibited by the Dodd-Frank Act have appeared in Italy.

We have, i.e., clauses in which the consumer is bound to one or two particular bodies of conciliation.

We are beginning to discuss whether these clauses can be considered unconscionable, but no orientations as to their validity have been formed yet¹⁵.

¹² We have also the “carrot” (art. 20 decree 28), which is the granting of tax incentives for disputants who mediate.

¹³ See the analysis of the Factors 7 (Access to Civil Justice) and 9 (Informal Justice) in World Justice Project, *Rule of Law Index 2011*. See also *Doing Business-Enforcement Contract 2010*, World Bank

¹⁴ See M. Marinaro, *Più difficile sottrarsi alla conciliazione*”, in *La guida completa alla manovra – Il Sole 24Ore*, 26 September 2011.

¹⁵ See S. Monticelli, *Il cd. foro del consumatore e la vessatorietà della clausola di*

These clauses are undoubtedly spreading like wildfire across all banking contracts, with the effect of concentrating in a few organisms ADRs. This effect involves at least two types of problems, because it conflicts with the consumer's right to conduct the dispute at his place of residence and, most importantly, eliminates the fundamental counterbalance of the rule of mandatory mediation introduced by Decree No. 28, which consists of opening access to the mediator function (of course, with a series of requirements and a network of controls). This opening lays down the conditions for a wide and varied offer of mediation services by a plurality of mediation-provider organizations.

So the party alleging the infringement of his right must necessarily deal first of all a mediation, but may do so by choosing the mediator that best conforms to their needs, for reasons of reliability, expertise, location, etc..

The clauses we are talking about affect this fundamental right to choose, which the law gives to the plaintiff, and transfers it into the hands of the defendant in court.

6. Although mediation leads to benefits in cost and in time, it is not so implemented in the EU area, neither in cross-border nor in national litigations. So, the European institutions are studying the solutions adopted by the Member States that have introduced more binding systems¹⁶.

predeterminazione dell'organismo di mediazione, in *I Contratti*, 8-9/2011, pp. 856 ss.
¹⁶ See European Parliament, *Quantifying the cost of not using mediation – a data analysis*, April 2011.

In May 2011, during a Conference in Rome¹⁷, the EU Justice Commissioner Viviane Reding mentioned the Italian law as a virtuous example for EU. She proposed to the European Parliament to follow the Italian example, introducing in the EU legislation the mandatory ADR.

On 13th September 2011, the European Parliament adopted a Resolution on the issue¹⁸, which recognizes the benefits of mandatory mediation, as well as the compliance with the Mediation Directive of the option made by Italy, but maintains a cautious stance on its generalization. Among the “carrot” and “stick” incentive systems, it still seems to prefer the former¹⁹.

¹⁷ “Mediazione: tra efficienza e competitività”, convegno-dibattito promosso dal Ministero della Giustizia.

¹⁸ Directive on mediation in the Member States, its impact on mediation and its take-up by the courts, 2011/2026(INI).

¹⁹ These, in my opinion, the key steps of the Resolution: “5. Acknowledges that Article 5(2) allows Member States to make the use of mediation compulsory or subject to incentives or sanctions, whether before or after judicial proceedings have started, provided that this does not prevent the parties from exercising their right of access to the courts;

6. Observes that some European states have undertaken a number of initiatives to provide financial incentives to parties who refer cases to mediation: in Bulgaria, parties will receive a refund of 50% of the state fee already paid for filing the dispute in court if they successfully resolve a dispute in mediation, and Romanian legislation provides for full reimbursement of the court fee if the parties settle a pending legal dispute through mediation; notes that similar provision is to be found in Hungarian legislation and that in Italy all mediation acts and agreements are exempt from stamp duties and charges;

7. Observes that, alongside the financial incentives, certain Member States whose judicial systems are overburdened have resorted to rules making recourse to mediation compulsory; notes that in such cases disputes cannot be filed in court until the parties have first attempted to resolve the issues by mediation;

8. Points out that the most striking example is Italian Legislative Decree No 28, which aims in this way to overhaul the legal system and make up for the notoriously congested Italian courts by reducing caseloads and the nine-year average time to complete litigation in a civil case; observes that, not surprisingly, this has not been well received by practitioners, who have challenged the decree in court and even gone on strike;

9. Points out that, despite the controversy, Member States whose national legislation goes beyond the core requirements of the Mediation Directive seem to have achieved important results in promoting the non-judicial treatment of disputes in civil and commercial matters; observes that the results achieved in particular in Italy, Bulgaria and Romania prove that mediation can bring about a cost-effective and quick extrajudicial resolution of disputes through processes tailored to the needs of the par-

The dissemination of mediation should rely on greater convergence towards a uniform European format²⁰ and education to the mediation²¹.

Therefore it is likely that the evolution of the European legislation in the near future will maintain a framework that will not allow the generalization of unfair clauses similar to those appeared in Italy.

In this way, the result is a convergence between the European system and the U.S. system, with the implementation of the rules of the Dodd-Frank Act, as explained above.

For Italy, the opposite trend will ground a long debate for lawyers, judges and academics about ways to implement the balance of interests between customers and financial firms in a system of mandatory ADR.

Antonella Antonucci

Ordinario di diritto dell'economia
nell'Università di Bari

ties;

10. Observes that compulsory mediation appears to be achieving the objective in the Italian legal system by relieving congestion in the courts; nevertheless stresses that mediation should be promoted as a viable, low-cost and quicker alternative form of justice rather than a compulsory aspect of the judicial procedure”.

²⁰ Always from the Resolution: “15. Encourages the Commission, in its forthcoming Communication on the implementation of Directive 2008/52/EC, also to examine those areas where Member States have chosen to extend the measures of the Directive beyond its intended scope; ... 20. Acknowledges the importance of establishing common standards for accessing the profession of mediator in order to promote a better quality of mediation and to ensure high standards of professional training and accreditation across the Union”.

²¹ Still from the Resolution: “18. Believes that there is a need for increased awareness and understanding of mediation, and calls for further action relating to education, growing awareness of mediation, enhancing mediation uptake by businesses and requirements for access to the profession of mediator; 19. Considers that national authorities should be encouraged to develop programs in order to promote adequate knowledge of alternative dispute resolution; considers that those actions should address the main advantages of mediation – cost, success rate and time efficiency – and should concern lawyers, notaries and businesses, in particular SMEs, as well as academics”.

CRISI FINANZIARIE E RISK MANAGEMENT.

RILIEVI CRITICI*

ABSTRACT: This paper aims to analyse the main features of financial crises and, at the same time, the risk management in the context of banks and states, focusing critical remarks and suggesting changes from the recent experiences in the period 2007-2012.

SOMMARIO: 1. Introduzione - 2. Risk management e risk transfer - 3. Risk management nelle banche - 4. Risk management negli stati. 5. Rischi e sistemi finanziari - 6. Considerazioni conclusive

1. Il presente lavoro si propone di analizzare alcuni problemi del *risk management* nelle banche e negli stati, formulando rilievi critici e indicando integrazioni alla luce delle recenti esperienze delle crisi finanziarie nel contesto degli anni 2007-2012.

Le crisi finanziarie sono inquadrabili nelle crisi dei mercati finanziari, nelle crisi degli intermediari finanziari, nelle crisi dei debiti sovrani e nelle crisi valutarie.

A ben vedere, le crisi finanziarie costituiscono il risultato delle interrelazioni tra gli andamenti negativi dei mercati finanziari, le situazioni negative degli intermediari finanziari, le tensioni sui debiti pubblici e le turbolenze sui mercati dei cambi.

Le crisi finanziarie producono riflessi sui mercati finanziari, sugli intermediari finanziari, sugli strumenti finanziari, sugli stati, indicando correlazioni e interdipendenze e instabilità finanziaria. Le

* Contributo approvato dai revisori.

crisi finanziarie sottintendono la congiunta produzione dei riflessi sopra menzionati¹.

Le crisi finanziarie provocano riflessi di notevole intensità e proiettati nel breve, medio e lungo termine sia sui sistemi finanziari sia sui sistemi economici.

Così, la *subprime mortgage financial crisis* postula iniziative pubbliche per il sostegno degli intermediari finanziari in crisi; la *sovereign debt crisis* sottintende iniziative per il riequilibrio dei conti pubblici; la crisi economica solleva l'esigenza di iniziative di stimolo economico indicando il problema di misure diverse dalle precedenti e spesso in conflitto.

Il problema cruciale è rappresentato dalla scala delle priorità sul piano delle scelte dei volumi delle risorse pubbliche che sono necessarie e, al tempo stesso, dei margini per la spesa pubblica senza la produzione di eccessivi squilibri nei bilanci pubblici.

Le irrazionali logiche della finanza innovativa devono essere tralasciate ripristinando sia da un punto di vista culturale sia da un punto di vista regolamentare il concetto di responsabilità finanziaria. Seguendo unicamente logiche di profitto, si perde di vista che l'utile deve nascere da una razionale gestione dei rischi e non da prassi ispirate alla scissione del binomio rischio-rendimento e nella sostanza accollando gli impatti negativi del rischio sul bilancio dello stato e invece inserendo gli impatti positivi del rendimento sul bilancio della singola banca.

Le prassi in discorso tendono all'espansione dei rischi sopportati dall'intero sistema finanziario minando la fiducia dei risparmiatori nei confronti degli intermediari finanziari, considerati

¹ Cfr. COLOMBINI F., CALABRO' A., *Crisi finanziarie. Banche e stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, Torino, Utet, 2011.

incapaci nella riduzione delle asimmetrie informative presenti sui mercati finanziari. Tale risultato è legato alla mancanza di validi controlli delle autorità di vigilanza nei confronti dei singoli intermediari finanziari e del collocamento di strumenti dei mercati finanziari e, al tempo stesso, alla sistematica attribuzione di *ratings* nettamente positivi del tutto errati nella quantificazione.

La *subprime mortgage financial crisis* può essere individuata essenzialmente nelle prassi di selezione e trasferimento del rischio di credito sui prestiti immobiliari di pessima qualità innalzando e trasferendo il rischio di credito. Il crollo del mercato immobiliare produce riflessi negativi assai marcati e diffusi negli attivi delle banche e degli intermediari finanziari caratterizzati dalla presenza di livelli significativi di prestiti immobiliari di pessima qualità e, al tempo stesso, di strumenti finanziari ugualmente di pessima qualità.²

La brusca discesa dei prezzi delle case si riflette negativamente sull'economia innescando un processo recessivo di ampia portata. A destare forte preoccupazione è la situazione di molte famiglie che, a motivo di un tasso di disoccupazione in continua ascesa, si trovano in difficoltà nel rimborso delle rate dei mutui.

La *subprime mortgage financial crisis*, da un lato, rende necessario l'intervento dei governi per il sostegno ai sistemi finanziari rispetto a una crisi senza precedenti e, dall'altro, sposta l'attenzione sulla fragilità dei bilanci pubblici. E' vero che ingenti

² Cfr., tra gli altri, CASSIDY J., *How markets fail. The logic of economic calamities*, New York, Farrar, Straus and Giroux, 2009; COLOMBINI F., CALABRO' A., *Crisi finanziarie. Banche e stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, op. cit.; DAVIES H., *The financial crisis. Who is to blame?*, Cambridge, Polity Press, 2010; DOWD K., HUTCHINSON M., *Alchemists of loss. How modern finance and government intervention crashed the financial system*, Chichester, Wiley, 2010; SHILLER R.J., *The subprime solution. How today's global financial crisis happened and what to do about it*, Princeton, Princeton, University Press, 2008; SORKIN A.R., *Too big to fail*, New York, Viking, 2009.

sono le risorse messe a disposizione delle banche in crisi nel contesto dei diversi paesi, ma è altrettanto vero che la precarietà dei conti pubblici non è certamente imputabile ai soli effetti della *subprime mortgage financial crisis*.

Piani di salvataggio per il superamento della *subprime mortgage financial crisis* e politiche espansive volte al superamento della crisi economica producono un notevole deterioramento delle finanze pubbliche.

Il drammatico stato di salute delle finanze pubbliche è riconducibile non solo alle misure eccezionali sopra menzionate, ma anche a una spesa pubblica senza controllo che raggiunge livelli insostenibili.

Gli elementi più critici si legano ai seguenti aspetti: spesa previdenziale e sanitaria in crescita per il progressivo invecchiamento della popolazione; importo, composizione per scadenze e ripartizione fra soggetti residenti e non residenti del debito pubblico; livello di indebitamento dei privati e grado di solidità dei sistemi bancari.

Gli alti livelli dell'indebitamento pubblico creano i presupposti per la *sovereign debt crisis* motivando l'aumento degli *spreads* fra titoli statali e titoli tedeschi e, quindi, dei rendimenti richiesti dal mercato sulle emissioni statali dei paesi a rischio e aggravando ulteriormente la fragilità dei loro bilanci e rendendo complessi se non impossibili interventi atti a favorire la ripresa economica.

L'andamento degli *spreads* risulta legato alle situazioni dei singoli paesi e alla percezione del rischio di credito insito nei debiti sovrani sulla scorta degli orientamenti dei mercati finanziari. Va da sé che la speculazione influisce senza dubbio sulle oscillazioni degli

spreads in discorso che palesano la loro importanza nella definizione dei costi dei singoli rifinanziamenti pubblici sui mercati finanziari. Non è da trascurare il contagio in quanto le interrelazioni fra stati trasformano i problemi dei singoli in problemi globali. Tale postulato ritrova applicazione essenzialmente nel contesto dei paesi dell'area euro, innestando problemi di contagio fra i paesi ritenuti più deboli sul piano finanziario e, quindi, più fragili sul piano della speculazione.

In questo ambito, giova compiere valutazioni accurate nell'impostazione delle iniziative per il superamento delle crisi finanziarie e delle crisi economiche, individuando i problemi, stimando i costi e impostando scelte razionali. Viceversa ogni sorta di intervento risulta semplicemente uno spreco di risorse pubbliche che non risolve i problemi sollevati dalla *subprime mortgage financial crisis* e nemmeno i problemi introdotti dalla *sovereign debt crisis*, pur sussistendo intrecci e rinviando nella sostanza le soluzioni definitive negli anni a venire³.

E' necessario considerare le principali cause mettendo in luce essenzialmente il ruolo giocato dalla *securitisation* e dai *credit derivatives* sull'ampiezza del trasferimento del rischio di credito sul portafoglio prestiti delle banche e sui portafogli dei titoli statali per i riflessi sulle oscillazioni di valore e, quindi, sulle perdite generate presso intermediari finanziari e investitori nei mutui, negli strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* e nei titoli statali e negli strumenti finanziari legati agli stati sovrani.

Aspetto comune e centrale delle crisi finanziarie in discorso è insito nella contrazione della liquidità per le oscillazioni negative e

³ JOHNSON S., KAK J., *The price of salvation*, in "Financial Times", September, 2008.

le perdite di valore insite nei mutui *subprime* e nei connessi strumenti finanziari e nei titoli pubblici in portafoglio e nei connessi strumenti finanziari, influenzando negativamente sugli andamenti di valore degli attivi delle banche, degli intermediari finanziari e degli operatori, imponendo aggiustamenti e processi di *deleveraging* a diversi livelli.

Emerge l'importanza di una corretta analisi e valutazione del rischio di credito insito nel portafoglio prestiti, nelle *asset-backed securities*, nei *credit derivatives*, nel portafoglio strumenti finanziari, nei titoli pubblici perché il rischio in discorso nelle modalità di manifestazione, trasferimento e moltiplicazione a livello dei singoli sistemi finanziari costituisce il filo conduttore per l'analisi e l'interpretazione delle crisi finanziarie inquadrabili nella *subprime mortgage financial crisis* e nella *sovereign debt crisis*.

2. La *subprime mortgage financial crisis* prima e la *sovereign debt crisis* dopo provocano notevoli riflessi sul processo di trasferimento delle risorse monetarie dai soggetti e settori in *surplus* ai soggetti e settori in *deficit*. Tale processo sottintende il credito diretto che presuppone la ricerca della controparte per l'incontro delle preferenze e l'accordo sulle condizioni originando e alimentando l'attività dei mercati finanziari (circuito diretto) e il credito indiretto che presuppone un passaggio di risorse più lungo e mediato, originando e alimentando l'attività degli intermediari finanziari (circuito indiretto)⁴.

⁴ Cfr. COLOMBINI F., *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, Torino, Utet, 2008.

Data la sempre maggiore integrazione tra mercati, intermediari e strumenti finanziari, le crisi finanziarie si sono abbattute sia sul circuito diretto alimentando incertezze e volatilità nei mercati finanziari e, per conseguenza, negli strumenti negoziati sia sul circuito indiretto a motivo delle difficoltà incontrate dagli intermediari finanziari nella gestione del rischio di credito e, per conseguenza, delle pesanti svalutazioni registrate nel portafoglio prestiti e nel portafoglio strumenti finanziari.

Nel processo di trasferimento del rischio di credito che caratterizza la finanza internazionale essenzialmente a partire dagli anni duemila, risulta assai difficile individuare con chiarezza quali siano gli impatti sul circuito diretto e invece quali siano gli impatti sul circuito indiretto in quanto è nella logica di integrazione dei due processi che si riescono a delineare gli effetti della *subprime mortgage financial crisis* e della *sovereign debt crisis*.

Irrazionali logiche di creazione e innalzamento del rischio di credito inducono gli intermediari finanziari a irrazionali logiche di sperimentazione e sviluppo del trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e *credit derivatives* ai mercati finanziari, innestando impulsi moltiplicativi e sollevando problemi sulla sostenibilità nel medio e lungo periodo e, nel contempo, sottolineando una sorta di vizio di origine di importanza fondamentale nel contesto evolutivo dei sistemi finanziari.

A ben vedere, il trasferimento del rischio di credito all'interno dei mercati finanziari, dove la figura principale sia in un'ottica di acquisto sia in un'ottica di vendita è rappresentata dagli intermediari finanziari, significa in senso ampio la crescita del rischio gravante sul sistema finanziario in quanto numerose sono le interrelazioni tra

intermediari finanziari⁵. Il problema è riconducibile sia alle prassi poco ortodosse nell'erogazione dei prestiti a clientela di pessima qualità, sia alle successive prassi di sperimentazione del *risk transfer* su livelli eccessivi, sia alle mancanza di validi controlli delle autorità di vigilanza.

In proposito, la *subprime mortgage financial crisis* sottolinea che il sistematico ricorso al trasferimento del rischio di credito presenta ricadute negative in un contesto caratterizzato da una forte integrazione tra mercati, intermediari e strumenti finanziari. I rischi trasferiti vanno ad alimentare il livello complessivo dei rischi che, diventando insostenibile, torna ad abbattersi su coloro che alimentano il processo e, per conseguenza, sugli intermediari finanziari di origine.

Il *risk management* e le connesse prassi di *risk transfer* risultano pienamente valide solo nei sistemi finanziari nei quali i singoli settori finanziari (tipicamente: bancario, mobiliare e assicurativo) perseguono razionali logiche di gestione dei rischi evitando pericolosi innalzamenti del rischio di credito o di altri rischi a livelli insopportabili e insostenibili per i sistemi finanziari.⁶ Tale postulato non è stato applicato nell'insorgenza della *subprime mortgage financial crisis* e, al tempo stesso, le autorità di vigilanza, specie nel contesto americano, non sono intervenute. Di qui una valutazione di importanza fondamentale: le prassi di sperimentazione del *risk transfer* e, quindi, di spostamento dei rischi

⁵ SHIN Y. C., *Risk and liquidity*, Oxford, Oxford University Press, 2010.

⁶ Le banche commerciali adottano altresì strategie speculative sui derivati, innalzando la gamma e l'esposizione ai rischi e al tempo stesso il *leverage* e quindi la vulnerabilità per oscillazioni negative assai consistenti dell'attivo.

Le *investment banks* ugualmente sperimentano operazioni speculative in derivati innalzando il livello dei rischi. La speculazione mediante derivati risulta essere una soluzione per la crescita dei profitti, ma è necessario valutarne sempre attentamente i rischi correlati.

dall'interno all'esterno non possono e non debbono spingersi a livelli di pericolo per la sopravvivenza dei sistemi finanziari. Meccanismi e sanzioni devono essere realizzati sul piano regolamentare essenzialmente nell'ottica delle autorità di vigilanza.

L'esposizione verso i *subprime mortgages* prima dell'insorgenza della *subprime mortgage financial crisis* caratterizza diverse tipologie di intermediari finanziari negli Stati Uniti a testimonianza dell'interesse verso il segmento di mercato in discorso. L'interesse è legato essenzialmente a motivazioni puramente commerciali e di incremento dei volumi intermediati nel presupposto di incremento dei profitti nel breve periodo, sottovalutando del tutto l'impatto espansivo dei rischi a livello sistemico.

Qualora le politiche gestionali di un determinato settore finanziario diventino "irrazionali", così come lo sono state quelle poste in atto dal sistema bancario, in particolare americano, la valenza dell'attività di *risk management* posta in essere da tutti gli attori economici, siano essi finanziari o industriali, risulta del tutto compromessa in quanto i forti legami tra imprese, strumenti e mercati finanziari determinano una rapida e amplificata diffusione dei rischi⁷.

Gli interventi pubblici riescono a contenere il duro impatto della *subprime mortgage financial crisis*, ma allo stesso tempo creano i presupposti per la *sovereign debt crisis* che dà luogo a ripetute oscillazioni e volatilità dei prezzi dei titoli di stato di numerosi paesi.

⁷ COLOMBINI F., CALABRO' A., *Risk management e derivatives. Strategie bancarie*, in "Banche e Banchieri", n. 4, 2010.

Tale fenomeno torna a riflettersi sui bilanci degli intermediari finanziari che, già colpiti dalle svalutazioni registrate sulle attività legate ai *subprime mortgages*, si trovano a fare i conti con le svalutazioni registrate sulla componente dei titoli pubblici.

3. I progressi compiuti dalla finanza innovativa introducono cambiamenti nel concetto classico di banca. Basti considerare che gli intermediari bancari di più grandi dimensioni adottano il modello della banca universale per la diversificazione della gamma produttiva.

A ben vedere, l'allargamento delle aree di *business* provoca un corrispondente aumento della gamma dei connessi rischi attribuendo un ruolo sempre più importante al *risk management*. I legami tra le diverse aree di *business* rendono difficile la stima del rischio complessivo sopportato dalla banca e un numero sempre maggiore di banche sperimenta il trasferimento del rischio come prassi per la gestione delle classi a più alto rischio del proprio attivo.

Il ricorso sistematico e l'abuso legato a questa prassi influiscono negativamente sulle due classiche attività della banca: lo *screening* e il *monitoring*. *Screening* e *monitoring* riducono o eliminano del tutto rispettivamente il problema dell'asimmetria informativa *ex ante* e, quindi, dell'*adverse selection* e il problema dell'asimmetria informativa *ex post* e, quindi, del *moral hazard*.

Selezione e controllo, contenuto informativo insito nei prestiti, incertezza di rendimento e valore dell'attivo e "certezza" di remunerazione e valore del passivo, peculiarità e ampiezza del processo di trasformazione finanziaria sottolineano l'importanza

delle banche e, al tempo stesso, diversità rispetto agli altri intermediari finanziari⁸.

E' agevole rilevare la presenza di un numero di banche dedite allo sviluppo delle aree di *business* parallele a quelle classiche della raccolta e degli impieghi spesso ad alto *leverage* come nel caso dei derivati. Il ritorno all'impostazione di scelte razionali della banca commerciale costituisce presupposto per una stabilità finanziaria nel medio e lungo periodo, riducendo i problemi di aggiustamento e crescita del livello dei capitali propri.

L'applicazione di Basilea III ispirata a logiche prudenziali e le misure dell'EBA (European Banking Authority) ispirate a logiche discrezionali nella sostanza riportano sovrapposizioni regolamentari⁹, sottolineando fattori destabilizzanti all'interno dei mercati finanziari, meccanismi compensativi rispetto a Basilea III puramente discrezionali, esaltazione e non soluzione dell'intreccio banche-stati e, quindi, progressive correzioni e inadeguatezze nelle misure regolamentari nel contesto europeo¹⁰.

L'importante ruolo delle banche all'interno dei sistemi finanziari non può essere messo a repentaglio da spregiudicate strategie commerciali che conducono le banche alla sperimentazione

⁸ Cfr. COLOMBINI F., *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, op. cit.

⁹ Basilea III introduce più alti e migliori livelli del capitale sulla scorta delle classi dell'attivo ponderate per il rischio con una progressiva applicazione nel tempo e indicando una misura a carattere prudenziale e invece l'EBA introduce correzioni aggiuntive di capitale formulando stime sul valore dei titoli di stato in portafoglio delle banche e indicando una misura a carattere discrezionale, sollevando problemi.

Di qui alcuni aspetti critici: la sovrapposizione regolamentare, la scelta dei tempi e l'errore nell'approccio alle banche mediante un processo di analogia dell'intermediario bancario a una sorta di fondo mobiliare che giornalmente deve soddisfare l'obbligo di valorizzazione degli strumenti finanziari presenti nell'attivo e renderlo disponibile per il mercato.

¹⁰ Cfr. MASERA R., *Gli standard di capitale di Basilea: soluzione o concausa dei problemi di instabilità?*, in "Relazione di base predisposta per una audizione alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati sul tema di Basilea 3, 26 gennaio 2012.

di più alti rischi. Scelte errate insite nel conseguimento di utili di breve periodo accollandosi rischi che possono compromettere l'esistenza stessa di un intermediario bancario non devono più ripetersi.

E' necessaria altresì una rivisitazione dei modelli di *corporate governance* delle banche, nonché il ricambio del *top management* sostituendolo con persone capaci sul piano professionale e in grado di valutare nel medio e lungo periodo il rapporto rischio-rendimento¹¹.

In un contesto sempre più globale nel quale lo scenario competitivo presenta numerosi cambiamenti per le innovazioni finanziarie, le banche sperimentano il *risk management*. Vale precisare che il *risk management* risulta pienamente valido nell'ipotesi di intermediari finanziari, imprese industriali e soggetti pubblici distinti da razionali logiche di gestione dei rischi evitando pericolosi innalzamenti del rischio di credito o di altri rischi a livelli insostenibili.

In proposito, la contrazione del margine di interesse spinge gli intermediari bancari al rafforzamento del margine di intermediazione mediante una gamma di prodotti più variegata e a valore aggiunto. Ciò provoca un allargamento degli strumenti e delle aree di *business* e il conseguente aumento dei rischi e delle reciproche interrelazioni.

¹¹ Cfr. BOCCUZZI G., *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Torino, Giappichelli Editore, 2009; MASERA R., *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in "Bancaria", gennaio, 2009; BEBCHUCK L., COHEN A., SPAMANN H.. (2010), *The wages of failure: executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008*, in "Harvard Law School Discussion Paper", n. 657; FERRARINI G., UNGUREANU M., *Economics, politics and the international principles for sound compensation practices. An analysis of executive pay at european banks*, in "ECGI Law Working Paper", n. 169, 2010.

La *subprime mortgage financial crisis* sottintende irrazionali creazioni, moltiplicazioni e trasferimenti del rischio di credito che diffondono altresì gli errori delle banche dal sistema finanziario al sistema economico e dal settore privato al settore pubblico.

Le prassi del trasferimento del rischio di credito rappresentano senza dubbio una delle principali chiavi di lettura della *subprime mortgage financial crisis*, incrementando le modalità espansive dei mutui ipotecari e i presupposti allo scoppio della bolla immobiliare.

Il ricorso al trasferimento del rischio diventa quasi un approccio ripetuto e costante nell'ambito della gestione dei rischi. Il risultato è un abbassamento dei parametri di valutazione del rischio di credito che portano a una progressiva moltiplicazione del rischio in discorso all'interno del sistema finanziario e, quindi, all'esigenza di una valutazione della sostenibilità.

E' necessario rivedere la prassi in discorso introducendo l'accorgimento del non reimpiego delle risorse drenate dal mercato tramite la prassi del *risk transfer* nel settore dal quale originano i rischi¹². L'introduzione del vincolo in discorso eviterebbe il generarsi di bolle settoriali destinate all'esplosione con gli effetti drammatici messi in evidenza dalla *subprime mortgage financial crisis*.

Il trasferimento al mercato dei rischi assunti in un determinato settore permette di trovare sempre nuove risorse per alimentare gli investimenti sul medesimo settore abbassando i requisiti di solvibilità dei soggetti finanziati e alimentando la generazione di bolle. Quanto accaduto mette in evidenza che le banche, da un lato, generano i rischi di credito offrendo mutui ipotecari e, dall'altro, li

¹² Cfr. MORRISON A. D., *Credit derivatives, disintermediation, and investment decisions*, in "Working Paper", May, 2001.

trasferiscono al mercato in cambio di nuova liquidità da reimpiegare nuovamente per il medesimo fine seguendo una logica di *originate to distribute* (OTD).

Ponendo l'obbligo di una diversa modalità d'uso delle risorse acquisite o liberate tramite il ricorso alla *securitisation* e ai *credit derivatives*, tale meccanismo non avrebbe provocato un così rapido e importante sviluppo del mercato dei *subprime* negli anni precedenti l'insorgenza della crisi finanziaria a carattere globale e, quindi, prima del 2007.

Lo sviluppo regolamentare deve necessariamente essere affiancato da un adeguato livello dei controlli volti soprattutto a scongiurare l'aggiramento delle banche tramite il fuori bilancio. A ben vedere, lo *shadow banking system* rappresenta per le banche l'elemento in grado di rendere opaca l'enorme quantità dei rischi prodotti e trasferiti. Risulta indispensabile imporre una maggiore trasparenza ai bilanci degli intermediari finanziari soprattutto per quanto concerne il fuori bilancio che, alla luce delle crisi finanziarie a carattere globale, testimonia l'irrazionalità nelle politiche gestionali delle banche.

4. Il deterioramento delle finanze pubbliche che colpisce numerosi paesi, sia in termini di disavanzi elevati sia in termini di aumenti del debito pubblico, rende necessari interventi volti al ripristino di condizioni di sostenibilità. In proposito, è necessario il recupero di logiche razionali di spesa che evitino l'utilizzo delle risorse al solo fine della conquista di consensi politici.

Il ridimensionamento della spesa pubblica rappresenta un passo essenziale al perseguimento dell'equilibrio di bilancio

considerando i rischi gravanti sui conti pubblici sia per il sostegno del sistema finanziario per la *subprime mortgage financial crisis* sia per l'invecchiamento della popolazione con incrementi della spesa previdenziale e sanitaria. Pur sussistendo le problematiche in discorso, è di fondamentale importanza considerare il sostegno finanziario al sistema economico perché la maggiore crescita economica significa maggiori entrate e maggiore benessere sociale e, quindi, più agevoli possibilità di finanziamento della spesa pubblica.

Il *trade off* tra contenimento della spesa pubblica e interventi a favore dell'economia passa da una mirata attività di pianificazione e controllo che implica al tempo stesso una migliore gestione degli strumenti di debito pubblico sia in termini di importo, sia in termini di composizione per scadenze, sia in termini di ripartizione del collocamento fra residenti ed estero.

Una migliore gestione del debito pubblico significa l'impostazione di politiche di bilancio volte alla razionalizzazione della gestione per scadenze degli strumenti di debito pubblico, evitando la concentrazione temporale dei rimborsi con le conseguenti tensioni di liquidità spesso risolte con nuove emissioni caratterizzate da saggi più alti.

La gestione virtuosa della spesa e degli strumenti di debito pubblico fornisce impulso al miglioramento della credibilità dei singoli paesi sui mercati finanziari, impattando largamente sulle possibilità di finanziamento e sul contenimento degli oneri finanziari.

La globalizzazione dei mercati finanziari e delle economie non permette di rimandare gli accorgimenti descritti in quanto, così

come evidenziato dalla *sovereign debt crisis*, i problemi del singolo paese diventano ben presto problemi di tutti.

Bilanci pubblici sani e sostenibili costituiscono presupposto fondamentale per la stabilità finanziaria e la crescita economica.

Il notevole allentamento delle politiche di bilancio nel contesto delle crisi finanziarie e delle crisi economiche solleva perplessità circa la gestione delle finanze pubbliche. Non solo, nelle fasi congiunturali positive antecedenti alle crisi finanziarie e alle crisi economiche, nella gran parte dei paesi avanzati si osserva la mancanza di strategie volte al consolidamento dei conti pubblici alimentando la crescita della spesa pubblica che, all'insorgenza delle crisi, provoca impennate dei *deficit* e dei debiti pubblici in numerosi paesi.

L'irrazionalità della spesa pubblica nei periodi precedenti le crisi unitamente agli interventi dei governi promossi a livello mondiale per il superamento della *subprime mortgage financial crisis* e della successiva recessione economica evitano il collasso del sistema finanziario e del sistema economico, epperò gettando le premesse per la nascita e lo sviluppo della *sovereign debt crisis*.

La crisi in discorso presuppone interventi mirati al riequilibrio dei *deficit* e dei debiti pubblici impostando razionali politiche di spesa che prendano in esame riforme strutturali del sistema sanitario e del sistema previdenziale accompagnate da un'attenta analisi delle fragilità messe in evidenza dagli intermediari finanziari per un loro risanamento.

La pianificazione delle entrate e delle uscite di bilancio mediante un'attenta analisi degli scenari economici futuri si rende necessaria per stabilire congrui livelli di spesa rispetto agli scenari di crescita economica formulati in un'ottica di tipo prudenziale. La

costituzione di agenzie indipendenti e sovranazionali incaricate del *monitoring* sull'andamento dei conti pubblici e sulle proiezioni elaborate da ciascun paese rappresenterebbe un aspetto positivo¹³.

L'elemento che desta maggiore preoccupazione risulta lo spazio di manovra per l'implementazione di coerenti scelte per il consolidamento fiscale riducendo la spesa e/o incrementando la tassazione. Sennonché il precario stato di salute dei bilanci di numerosi paesi insieme ai timori per il fenomeno del contagio non permettono di rimandare le scelte dei governi a livello europeo e a livello internazionale.

La sfida è indubbiamente di notevoli proporzioni, sottintendendo la responsabilizzazione di ciascun attore finanziario ed economico nelle scelte per il contenimento dei riflessi negativi della *sovereign debt crisis* e, al tempo stesso, instaurando un circolo virtuoso per il finanziamento della spesa pubblica senza il ricorso a ulteriore debito.

E' nel coordinamento di idee e azioni a livello europeo e internazionale che è possibile risollevarle le sorti dei sistemi finanziari e dei sistemi economici, riducendo quegli squilibri globali tra paesi creditori e paesi debitori che possono alimentare preoccupanti tensioni geopolitiche.

La *sovereign debt crisis* incrementa la volatilità dei mercati dei titoli di stato dell'area euro, provocando la riduzione degli scambi e della liquidità. Pur non sussistendo un *trend* omogeneo, ma molto diverso da paese a paese, la crisi in discorso solleva il problema della gestione da parte degli stati degli strumenti di debito pubblico. In particolare, le dimensioni, la composizione per soggetti

¹³ BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Triennial central bank survey of foreign exchange and derivatives market*, December, 2010.

residenti e non residenti, il livello dei saggi di interesse nelle componenti saggi ufficiali e *spreads* e scadenze costituiscono un elemento di estrema importanza per la valutazione della solvibilità di un paese e, quindi, la scelta di appropriati strumenti di debito pubblico diviene di estrema importanza.

L'implementazione di adeguate strategie di *risk management* palesa notevole importanza sia nel settore privato sia nel settore pubblico. Tale circostanza costituisce presupposto fondamentale per la predisposizione di piani di finanziamento che tengano conto delle molte variabili presenti e future che possono impattare sulla singola emissione, sulle modalità di accoglimento del mercato, sull'intero *stock* di debito.

La raccolta di risorse sui mercati finanziari non può prescindere dalla valutazione di numerosi aspetti che in passato sono stati trascurati a favore degli importi delle emissioni per il sostegno di una spesa pubblica senza controllo. Anche a seguito di un cambiamento di atteggiamento degli investitori verso i titoli di stato non più considerati un'attività *risk free*, diviene importante l'offerta di strumenti sui mercati finanziari che al tempo stesso soddisfino le esigenze degli investitori senza perdere però di vista la sostenibilità sia dimensionale, sia temporale della singola operazione di raccolta.

Scaglionamento delle scadenze nel tempo dei rimborsi dei titoli di stato evitando la concentrazione in singoli periodi temporali crea presupposti alla non insorgenza di tensioni di liquidità che penalizzano notevolmente le nuove emissioni, innalzando gli oneri finanziari e alimentando un circuito vizioso difficile da interrompere. Non solo, l'analisi sugli andamenti dei mercati finanziari si palesa utile per l'individuazione degli strumenti e del periodo del collocamento.

La ridefinizione del rapporto rischio/rendimento a livello globale spinge i mercati finanziari a porre un *focus* sulla fragilità delle finanze pubbliche ricreando motivazioni alla *sovereign debt crisis*.

Quest'ultima, generando un aumento dei tassi di rendimento richiesti dal mercato sulle emissioni statali dei paesi periferici, aggrava ulteriormente la fragilità dei bilanci pubblici, sorgendo una sorta di circolo vizioso¹⁴.

¹⁴ Nel contesto dei paesi periferici, Spagna e Irlanda presentano situazioni distinte dall'insorgenza di bolle immobiliari e dall'entrata in crisi di diverse banche che presuppongono interventi degli stati per il loro salvataggio e, quindi, innalzamento della spesa pubblica e del debito pubblico.

La Grecia palesa un'espansione dell'indebitamento pubblico e una situazione truccata dei conti pubblici che diventa assai grave considerando i conti al loro valore reale posti in evidenza dal nuovo governo nel 2009. La situazione impone l'aiuto esterno del IMF (International Monetary Fund) per il rifinanziamento dei debiti in scadenza riportandolo fuori dal mercato dove gli *spreads* sarebbero altissimi.

L'Italia presenta un'incidenza assai alta dell'indebitamento pubblico e, al tempo stesso, del debito sul PIL collocandosi intorno al 120%. Il problema è legato essenzialmente agli alti livelli della spesa pubblica e del debito pubblico in rapporto alla modesta crescita economica. Le misure di correzione dei conti pubblici tendono al riequilibrio delle finanze pubbliche e al pareggio di bilancio nel 2013. La riduzione degli *spreads* va nella giusta direzione essendo il governo intervenuto per le liberalizzazioni e le semplificazioni.

Pur sussistendo diversi fattori all'origine, e pur essendo la situazione della Grecia assai complicata e indicando un parziale *default* per la ristrutturazione del debito e l'applicazione di un *haircut*, l'elemento in comune è costituito dall'innalzamento del debito pubblico e dall'ingresso nella *sovereign debt crisis* e, quindi, dall'esigenza della ricerca di soluzioni che presuppongono nella sostanza iniziative concrete e proseguite nel tempo dei singoli paesi e interventi a livello europeo mediante il rafforzamento degli strumenti a difesa delle singole economie.

In questo ambito, la progressiva adozione di strumenti per la risoluzione delle crisi finanziarie nei singoli paesi allenta le tensioni sui mercati finanziari. Il che ritrova puntuale manifestazione nella riduzione degli *spreads* fra titoli pubblici del singolo paese e titoli tedeschi utilizzando quale principale parametro la scadenza dei dieci anni e anche altre scadenze più corte.

Le iniziative delle ECB nella fornitura di liquidità alle banche europee tende al consolidamento dei risultati conseguiti dai paesi periferici nella lenta e graduale riduzione degli *spreads* che presuppone l'afflusso di liquidità alle banche europee e il loro sostegno al collocamento e agli acquisti di titoli pubblici e anche all'erogazione del credito alle imprese. Il che si inserisce nell'abbattimento della spirale perversa di incremento dei costi del rifinanziamento pubblico e della spesa pubblica per interessi perché va nella direzione opposta di riduzione dei costi e della spesa pubblica per interessi.

La prestazione di garanzie implicite o esplicite nei confronti delle *too important to fail banks* e altre *financial institutions* costituiscono *liability items* nel bilancio del settore pubblico e sono considerate alla stregua di *put options* nell'applicazione della *contingent claim analysis* (CCA), registrando oscillazioni di valore ai cambiamenti di valore negli attivi di banche e intermediari finanziari. Ne consegue lo stretto legame fra banche, intermediari finanziari e stati, innestando interconnessioni alla luce delle crisi finanziarie che sottolineano la sostanziale applicazione di garanzie implicite o esplicite nel contesto dei diversi paesi e sistemi finanziari¹⁵.

5. La difficile congiuntura economica provoca riduzioni delle entrate fiscali e incrementi della spesa pubblica legati al sostegno dei redditi specie per coloro che perdono il posto di lavoro, contribuendo all'innalzamento del debito pubblico. In proposito i governi delle principali economie avanzate pongono in essere interventi volti al riequilibrio delle finanze pubbliche.

Gli interventi in discorso sottintendono essenzialmente tagli alle spese correnti specie per quanto concerne i consumi collettivi e i salari pubblici e inasprimenti fiscali che devono fare i conti con l'elevato tasso di disoccupazione e la bassa crescita economica. In passato analoghi interventi con risultati positivi emergono nel caso danese del 1982 e in quello svedese del 1993. E' altresì vero che l'efficacia di tali interventi è inevitabilmente sottoposta ai tempi di attuazione ed eventuali esitazioni a loro volta possono innescare

¹⁵ Cfr. GRAY D., MERTON R., BODIE Z., *A new framework for analyzing and managing macrofinancial risks of an economy*, in "Working Paper", n. 12637, NBER, 2006.

l'aggravarsi della *sovereign debt crisis* aprendo la strada a spinte recessive.

Le crisi finanziarie che investono le economie mondiali sottintendono l'assoluta importanza della gestione dei rischi essendo un tema trasversale applicabile a diversi settori sia privati sia pubblici.

Così, la *subprime mortgage financial crisis* pone in luce l'inadeguata gestione del rischio di credito attuata dal sistema bancario che origina inizialmente riflessi negativi sul sistema finanziario e successivamente sul sistema economico.

Analogamente, la *sovereign debt crisis* sottolinea la squilibrata gestione delle finanze pubbliche improntata sull'ampio ricorso all'indebitamento insieme all'impatto della *subprime mortgage financial crisis* per le risorse pubbliche destinate ai salvataggi dei sistemi bancari e finanziari, sollevando criticità per il crescente livello del rischio di credito sopportato dagli stati sovrani che, al tempo stesso, produce riflessi negativi sulle emissioni pubbliche e, per conseguenza, sulle oscillazioni di valore del portafoglio strumenti finanziari degli intermediari finanziari.

I processi di creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito dal sistema finanziario al sistema economico e viceversa e dal settore privato al settore pubblico e viceversa rendono necessaria una revisione delle politiche globali di gestione dei rischi di credito che tengano conto necessariamente della sostenibilità a livello dei singoli sistemi finanziari.

Sussistendo la più marcata integrazione tra intermediari, mercati e strumenti finanziari e gli intrecci tra le economie mondiali, il livello del rischio di credito creato in un determinato sistema o

settore impatta necessariamente su tutti gli altri, incrementando il livello del rischio di credito.

Irrazionali criteri per creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito che interessano uno specifico sistema o settore possono originare crisi finanziarie ed economiche a carattere globale¹⁶. Di qui l'importanza dell'impostazione di corrette e fisiologiche prassi nella creazione e nella gestione dei rischi evitando la loro crescita a livelli troppo alti per il singolo sistema finanziario e a livello globale.

Il problema in discorso solleva una riflessione circa le modalità di salvaguardia di un sostenibile livello del rischio di credito che passa necessariamente da un miglioramento sia in termini qualitativi sia in termini quantitativi dell'attività dei controlli sul sistema finanziario e sul sistema economico e sul settore privato e sul settore pubblico.

L'introduzione di più regole non è in grado di prevenire l'insorgenza di nuove crisi a carattere globale perché, come dimostrano la *subprime mortgage financial crisis* e la *sovereign debt crisis*, l'epicentro delle crisi in discorso è individuabile rispettivamente nelle banche e negli stati, vale a dire i due principali soggetti la cui attività è maggiormente sottoposta a definite regole.

Qualità e quantità dei controlli sia interni mediante una sempre più definita attività di *risk management*, sia esterni mediante società create *ad hoc* per il monitoraggio dell'esposizione ai rischi di determinati soggetti costituiscono elementi chiave per la prevenzione delle crisi. Considerando l'attenuazione dei confini tra settori finanziari e settori economici, assume netta importanza il

¹⁶ Cfr. COLOMBINI F., CALABRO' A., *Crisi finanziarie. Banche e stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, op. cit.

coordinamento dei controlli su scala globale per l'individuazione, il contenimento e la gestione dei rischi.

6. La *sovereign debt crisis* interessa principalmente il contesto europeo. La crisi in discorso tende alla creazione e al mantenimento di condizioni negative per le banche e gli stati. Le banche ritrovano condizioni più difficili per il reperimento della liquidità e la raccolta di fondi sul mercato registra saggi passivi all'incremento alla crescita dello *spread* fra titoli dei singoli stati e titoli tedeschi; gli stati, specie quelli periferici distinti da *ratings* più bassi, incontrano ugualmente ostacoli per la raccolta di fondi e il collocamento di titoli pubblici sul mercato registrando costi più alti all'aumento dello *spread*.

In proposito, le misure poste in essere dai governi nazionali, dall'International Monetary Fund (IMF) e dalla European Central Bank (ECB) per il contenimento della crisi in discorso sono ingenti¹⁷.

In questo ambito, è possibile individuare tre principali interventi: l'adozione di politiche economiche volte al riequilibrio delle finanze pubbliche mediante un contenimento della spesa e/o incremento dell'imposizione fiscale, la costituzione attuata dagli stati europei dell'European Financial Stability Facility (EFSF), vale a dire il cosiddetto "fondo europeo salva stati" a carattere temporaneo e la prospettiva dell'introduzione degli *eurobonds*.

¹⁷ La ECB ha realizzato diversi interventi utilizzando strumenti non convenzionali insiti negli acquisti di titoli di stato di paesi in difficoltà. Cfr., in proposito, CAPRIGLIONE F., SEMERARO G., *Il security market programme e la crisi dei debiti sovrani. Evoluzione del ruolo della BCE*, in "Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia", n. 3, 2011.

A partire dal luglio 2012, sulla scorta del recentissimo accordo europeo, l'EFSF sarà sostituito dall'European Stability Mechanism (ESM), vale a dire il "fondo europeo salva stati" a carattere permanente che nel lungo periodo dovrà garantire la stabilità nell'area euro.

Sempre sulla scorta dell'accordo sopra menzionato, i paesi distinti da un rapporto fra debito pubblico e prodotto interno lordo (PIL) superiore al 60 per cento dovranno procedere alla riduzione ogni anno per almeno 1/20 dell'eccedenza, avviando nella sostanza una convergenza fiscale insieme a quella monetaria già sperimentata.

Questi interventi mirano, da un lato, al sostegno degli stati più in difficoltà per scongiurare una serie di *defaults* a catena con effetti drammatici e duraturi sull'economia mondiale e, dall'altro, alla creazione di condizioni per la sostenibilità dei debiti pubblici di diversi paesi nel medio e lungo periodo.

L'analisi svolta permette di sottolineare importanza e centralità della gestione del rischio di credito sia nella *subprime mortgage financial crisis* nel contesto degli strumenti finanziari (prestiti, *asset-backed securities*, *derivatives*) creati dalle banche sia nella *sovereign debt crisis* nel contesto degli strumenti creati dagli stati (debiti sovrani).

L'analisi condotta permette di trarre alcuni elementi di sintesi:

1) il rischio di credito non dovrebbe registrare incrementi troppo alti per il connesso impatto sulla sostenibilità a livello di settori e sistemi finanziari;

2) il *risk management* delle banche nella creazione, nel trasferimento e nella moltiplicazione del rischio di credito solleva il pro-

blema di radicali cambiamenti rispetto al passato, seguendo criteri razionali nella selezione dei prestiti e degli strumenti finanziari;

3) il *risk management* degli stati nella creazione e gestione del rischio di credito e nelle oscillazioni dei saggi di interesse legati agli *spreads* e nelle scadenze solleva ugualmente il problema di cambiamenti rispetto al passato, seguendo più da vicino l'evoluzione degli strumenti e delle condizioni dei mercati finanziari;

4) lo stretto legame fra banche e stati per i riflessi delle situazioni di crisi delle banche sugli stati e viceversa solleva problemi sul terreno delle iniziative per la soluzione delle crisi finanziarie;

5) la gamma e i volumi degli strumenti dei singoli paesi e degli strumenti europei e internazionali per il contrasto e la gestione delle crisi finanziarie presentano notevole rilievo;

6) la strada da seguire per l'avvio a soluzione della *sovereign debt crisis* è costituita dal progressivo riequilibrio delle finanze pubbliche dei singoli paesi europei, ripristinando le condizioni per l'abbassamento degli *spreads* dei paesi a più basso *rating* e, nel contempo, instaurando i presupposti alla crescita economica per l'introduzione di riforme strutturali;

7) la convergenza fiscale, avviata sulla scorta del recente accordo, tende a riportare il rapporto fra debito e PIL al 60 per cento considerato il tetto per il graduale rientro dei paesi in eccesso e, quindi, tende a riportare condizioni più equilibrate per la riduzione degli *spreads* nel contesto dei diversi paesi europei nel medio e lungo periodo;

8) in assenza di crisi finanziarie originate da banche e intermediari finanziari, il ripristino e il mantenimento di condizioni equilibrate delle finanze pubbliche provocherebbero riflessi positivi sulle banche e sugli intermediari finanziari per la stabilità nei valori e il

più ridotto sviluppo nel portafoglio obbligazionario, ricreando migliori presupposti all'erogazione del credito alle imprese sia dal punto di vista dei volumi sia dal punto di vista dell'applicazione dei saggi di interesse.

Fabiano Colombini

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
nell'Università di Pisa

TRACCIABILITÀ E VIGILANZA SUI SISTEMI DI PAGAMENTO
DOPO IL D.L. 6 DICEMBRE 2011, N. 201 (CD. «SALVA ITALIA»)*

ABSTRACT: This essay describes the Italian reform of payments traceability (enacted by law decree no. 201/2011, converted into law no. 211/2011) as part of European legislation on payment systems adopted to protect vulnerable professions from being misused for fraud abuses, money laundering and terrorism financing.

This research aims to understand the relation between the new requirements of business information and the current 'Single Euro Payments Area' regulatory framework (in particular, its achievements in standardization of business practices, in respect of competition and in surveillance of electronic money flow).

The analysis of Italian payments traceability regulation shows a significantly wider perspective. After the enacted reform, a new task for payments supervision system is to avoid tax dodging. Payments supervision is also aimed to fight against tax. Collecting information and identifying potential threats, issuing warnings, monitoring business transactions, cooperating with tax authorities represents, in this regard, key elements to develop new models of integrated supervision. Also, this is a new way to achieve both an adequate standard of fiscal fairness and complete subsidiarity level (according to the Italian Constitutional principles).

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Obiettivi, tutele e riserve della tracciabilità dei pagamenti. - 3. *Single euro payments area* e regolazione della materia. - 4. La vigilanza sul sistema dei pagamenti. - 5. Autorizzazione ed attività dei sistemi di pagamento. - 6. Attualità del pericolo e strategia penalistica.

1. La vigilanza sui sistemi di pagamento assume nuova centralità a seguito della rinnovata adesione del nostro ordinamento alla logica della tracciabilità dei pagamenti. Dopo la breve esperienza delle mi-

* Contributo approvato dai revisori.

sure di contrasto dell'evasione e dell'elusione fiscale *introdotte* (dall'art. 35, commi 12 - 12 *bis*, d. l. 4 luglio 2006, n. 223, convertito con modificazioni dalla l. 4 agosto 2006, n. 248) e rapidamente *abrogate* (dal d. l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito con modificazioni dalla l. 6 agosto 2008, n. 133), il d. l. 6 dicembre 2011, n. 201, conv. con modifiche dalla l. 23 dicembre 2011, n. 211, dispone regole di tracciabilità dei pagamenti in vista dell'obiettivo specifico del «contrasto all'uso del contante» (art. 12) ed in relazione all'esigenza di «mettere nel mirino l'altra grande patologia italiana: una massiccia, distorsiva e ingiustificabile evasione fiscale». ¹

È questo un significativo, nuovo modo per contrastare la situazione di crisi. Dopo le azioni che hanno fronteggiato le derive della finanza e ricercato equilibri per lo sviluppo economico², ora il regolatore si orienta verso innovazioni funzionali che agevolano l'accertamento della capacità contributiva individuale al fine di ripristinare nel Paese livelli accettabili di equità fiscale. In tale prospettiva, la tracciabilità può essere considerata come strumento che, assicurando la *trasparenza dell'agere*, è mirato ad evitare che gli operatori si sottraggano agli obblighi nei confronti del Fisco che ai medesimi fanno carico. Ciò anche se, nel sistema della legge, tale azione di contrasto si risolve *prima facie* in una limitazione delle libertà dei cittadini (*i.e.* la *libertà della riservatezza*), la cui compressione comunque si giustifica in vista del perseguimento di obiettivi di equità sociale.

Sul punto è il caso di far presente che, nel nostro ordinamento costituzionale, non viene tutelata la segretezza dei rapporti econo-

¹ Cfr. NAPOLITANO, *Messaggio di fine anno del Presidente della Repubblica*, Roma, 31 dicembre 2011, p. 4

² Cfr. per tutti CAPRIGLIONE, *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010, *passim* ma, in particolare, capp. 1 - 2 - 3.

mici, laddove invece si prevede espressamente che questi ultimi possono esser sottoposti - dalla legge - ai «controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali» (art. 41 Cost.). Sono questi controlli che, a ben considerare, si declinano anche nell'accertamento dell'effettivo concorso dei cittadini alle spese pubbliche (in ragione della propria «capacità contributiva», art. 53 Cost.), quale specifica forma di «adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale» previsti tra i principi fondamentali della nostra Costituzione (art. 2). In sintesi, appare chiaro che, nel nostro ordinamento, la misura del diritto alla riservatezza non osta all'adozione di provvedimenti volti al rafforzamento delle forme di contrasto dell'evasione fiscale.

È evidente come, sul piano sistemico, detta impostazione operativa accresce l'importanza dei servizi di pagamento; ciò, non solo al fine di isolarli rispetto ai circuiti finanziari delle attività illegali (e della criminalità organizzata), ma anche in funzione dell'obiettivo di favorire più elevati livelli di *equità* sociale (atteso che, attraverso la trasparenza fiscale dei rapporti economici, si realizza una corretta determinazione della base imponibile individuale).

È appena il caso di far presente che il citato art. 12 del d. l. 201 del 2011 si pone nel solco della disciplina di contrasto alle attività illegali che si compendia in specifiche regole di tracciabilità dei flussi finanziari negli appalti pubblici già previste dalla disciplina speciale (v. tra l'altro il disposto dell'art. 3, l. 13 agosto 2010, n. 136, recante un piano straordinario contro le mafie).³

³ Prevedendo, all'uopo, che gli strumenti di pagamento debbano riportare il codice identificativo di gara e il codice unico di progetto; cfr. CAVALLO, *La tracciabilità dei flussi finanziari negli appalti pubblici. la recente normativa alla luce delle determinazioni dell'autorità per la vigilanza sui contratti pubblici*, in *Giurisprudenza*

2. Lo strumento della tracciabilità cui fa riferimento il decreto legge 6 dicembre 2011, n. 201,⁴ allontana sensibilmente i metodi di regolamento delle transazioni (private e commerciali) dalla moneta legale. Va, infatti, rilevato che - a fronte di un chiaro ridimensionamento della portata dispositiva dell'art. 1277 c.c. (che fa riferimento alla sola moneta avente corso legale nello Stato)⁵ - si è disposto l'adeguamento della soglia di trasparenza dei pagamenti al valore di *mille euro* (art. 12, comma 1, d.l. 201 del 2011). Deve, quindi, ritenersi ridimensionato il rilievo del consenso del creditore ad accettare il pagamento effettuato con strumenti diversi dalla moneta legale. E' apparsa, quindi, preferibile un'interpretazione rigorosa della tracciabilità, tale cioè da risultare prevalente rispetto al principio generale della estinzione dei debiti (*i.e.* predisposizione dei pagamenti) con moneta a corso legale, desumibile dal disposto del menzionato art. 1277 cod. civ.

Va poi presa in esame l'ulteriore necessità di superare metodologie di pagamento obsolete, con riguardo alle quali è stato previsto dalla legge la possibilità di favorire la modernizzazione e l'efficienza degli strumenti a disposizione della P.A. Conseguente-

di merito, 2011, p. 1500 ss.

Stante il maggior grado di pericolosità sociale di questo secondo ambito di intervento, va segnalato che - oltre alla tracciabilità - l'intervento si estende sino a sancire l'esclusività del conto corrente bancario (dedicato all'operazione), nonché l'obbligatorietà del contenuto dei singoli pagamenti.

⁴ La legge di conversione ha modificato la disciplina in materia di «Riduzione del limite per la tracciabilità dei pagamenti a 1.000 euro e contrasto all'uso del contante» con innovazioni di dettaglio volte a gestire la transizione verso il nuovo regime di rigore. Sicché, ai fini della presente indagine, le prime modifiche - tra le quali rilevano: il deferimento del termine di entrata in vigore, l'esclusione dal novero delle infrazioni dei primi errori applicativi, il deferimento di taluni termini o la previsione di possibili proroghe - confermano la rilevanza della modifica, che segna una svolta nell'ondivaga legislazione disposta per regolare la crescita delle transazioni monetarie che si registrano tra privati.

⁵ Per la nozione di moneta, cfr. CAPRIGLIONE, voce *Moneta*, in *Enc. dir.*, Aggiornam., 1999; in giurisprudenza, Corte di Cassazione, 18 dicembre 2007, n. 26617

mente il d. l. 201 del 2011 se, per un verso, impone l'obbligo - alle pubbliche amministrazioni *centrali* o *locali* - «di avviare il processo di superamento di sistemi basati sull'uso di supporti cartacei», per altro non indica quali siano le metodologie *standard* di sviluppo ovvero le *best practices* da applicare. Non vi sono neanche orientamenti in ordine all'eventuale possibilità di affidare le operazioni di pagamento in *outsourcing* ovvero ad eventuali agevolazioni per l'acquisizione dei mezzi tecnici e delle risorse umane necessarie al corretto funzionamento dei sistemi informatizzati.

A prescindere dalla problematicità connessa all'eventuale introduzione di metodologie di pagamento variegata (da parte delle singole amministrazioni), va purtroppo ridimensionato anche il portato della statuizione normativa secondo cui la tracciabilità riduce i costi finanziari e amministrativi derivanti dalla gestione del denaro contante (art. 12, comma 2). Per quanto vero, tale assunto omette di specificare che tali costi sono sostituiti da quelli che derivano dall'introduzione dei nuovi sistemi elettronici. Sicché, si sarebbe dovuto ragionare non tanto in termini di riduzione, ma di sostituzione dei costi e, quindi, attraverso specifiche analisi di impatto della regolazione. In tale contesto, la lacunosità del nuovo testo normativo non consente di valutare in anticipo quale sia la reazione della P.A. e se i nuovi sistemi di pagamento siano meno onerosi delle metodologie tradizionali.

Per converso, il disposto dell'art. 12 individua chiaramente il riparto dei costi della tracciabilità. Questi ultimi, infatti, sono posti in capo ai beneficiari - anche se contenuti da apposite convenzioni stipulate con i prestatori dei servizi di pagamento (*ex art. 12, comma 2, lett. e, d. l. 201 del 2011*) - o agli intermediari (in ragione della riduzione dei prezzi imposta dalle convenzioni e dal divieto di adde-

bitare alcun costo ai soggetti che percepiscono trattamenti pensionistici minimi, assegni e pensioni sociali, *ex art. 12, comma 2, lett. d, d. l. 201 del 2011*).

Va evidenziato, inoltre, che il sistema della tracciabilità si fonda sulla collaborazione dei privati (e, in particolare, dei prestatori dei servizi di pagamento) con gli organismi pubblici di controllo. Sicché l'autorizzazione (*ex art. 114 novies tub*) e la relativa tutela (*ex art. 131 ter tub*) non esauriscono i loro effetti nel riferimento agli obiettivi della vigilanza bancaria, ma si estendono sino a garantire la rispondenza dell'ordinamento del mercato rispetto ai noti fini di equità sociale. Concludendo sul punto può dirsi che la procedura abilitativa (ed il censimento) di tali soggetti non può ritenersi esclusivamente orientato verso la verifica della sana e prudente gestione, ma deve ritenersi propedeutico a verifiche di altra natura (anche tributaria) e, dunque, funzionale ai controlli volti ad accertare la regolarità della posizione fiscale individuale rispetto ai doveri di solidarietà sociale.

Sul piano finanziario, inoltre, appare possibile prevedere un incremento della domanda dei servizi di pagamento, cui potrà corrispondere un'evoluzione del comparto, ricollegata non solo ai vincoli obbligatori menzionati dal citato art. 12, d. l. 201 del 2011, ma anche alle mutate prospettive socio-demografiche e di sviluppo economico di mercati che si fondano sul sistema delle transazioni telematiche. Ciò indirizza la ricerca verso la valutazione di una realtà integrata, nella quale gli strumenti dell'ordinamento bancario non sono più al solo servizio dell'economia, ma anche della socialità (rispetto alla quale consentono controlli volti a sostenere interventi di riequilibrio dell'equità fiscale).

Da qui una particolare attenzione per lo studio ed il monitoraggio delle innovative modalità di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, modalità che possono realizzarsi attraverso circuiti centralizzati di compensazione che - operando per saldi ovvero applicando altre tecniche di tesoreria (attraverso il ricorso a strumenti derivati o di finanza sintetica) - pregiudicano la trasparenza e la tracciabilità delle singole operazioni di pagamento.

3. Non v'è dubbio che la logica della tracciabilità può esser valida solo in un mercato regolamentato, nel quale la normativa che disciplina l'organizzazione ed il funzionamento dei sistemi di pagamento si compendia in un effettivo sistema di vigilanza. Ciò spiega il rapporto di dipendenza delle nuove regole dalla disciplina introdotta nel nostro ordinamento col d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 11 (in esecuzione della direttiva 2007/64/CE, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, ed in attuazione del progetto di politica regolamentare denominato «*SEPA - single euro payments area*» della Commissione europea e della BCE). Ne consegue che le regole per la circolazione elettronica della moneta - a fronte dell'originario obiettivo di trovare una formula esecutiva volta a sostenere l'introduzione dell'euro - agevolano la diffusione di strumenti di pagamento armonizzati, nell'ambito di un quadro giuridico volto a garantire il coordinamento delle disposizioni nazionali in materia (Regolamento CE n. 2560 del 2001).

Sul piano istituzionale, l'*European payments council* costituisce un antecedente di questo sistema regolamentare, ancorché i risultati raggiunti in detta sede siano stati limitati alla redazione di *rulebooks* uniformi (con riguardo a bonifici ed addebiti diretti, paga-

menti con carte, nonché per l'architettura delle reti di compensazione e regolamento).⁶ Va, tuttavia, tenuto presente che lo sviluppo dei sistemi in esame ha richiesto - oltre alla ridefinizione dei principi di trasparenza e correttezza - interventi di maggior dettaglio, tali cioè da fissare i requisiti tecnici per i bonifici e gli addebiti diretti in euro, al fine di procedere alla costruzione di una *area unica* di concorrenza effettiva.⁷

Ciò posto, occorre soffermarsi sull'art. 5 della citata direttiva 2007/64/CE, nel quale «l'autorizzazione a svolgere attività come istituto di pagamento è subordinata alla presentazione alle autorità competenti dello Stato membro d'origine di una domanda». Ad esso, infatti, corrisponde - ai sensi del combinato disposto dei successivi artt. 10 e 29 - l'obbligo, per gli Stati membri, di vietare «alle persone fisiche o giuridiche che non siano prestatori di servizi di pagamento, né siano espressamente escluse dall'ambito di applicazione della presente direttiva, di prestare i servizi di pagamento indicati nell'allegato». A tale obbligo si ricollega, infine, l'adozione dell'art. 35, comma 11, del citato d. lgs. 11 del 2010 che sanziona «chiunque presta servizi di pagamento senza essere autorizzato».

Alla luce di quanto precede si spiega la scelta di non ricomprendere il sistema dei pagamenti tra gli obiettivi delle liberalizzazioni previste nel citato d. l. 201 del 2011. Sono chiare, infatti, le ragioni per cui la volontà di stimolare il ritorno a una crescita dell'economia più sostenuta attraverso la rimozione di taluni vincoli alle attività produttive non ha interessato la prestazione dei servizi di pagamento, stante l'esigenza di garantire non solo l'affidabilità del relativo sistema, ma anche la correttezza degli operatori di tale

⁶ Cfr. *EPC Annual Activity Report 2010*, Bruxelles, 14 marzo 2010

⁷ v. Doc. 2010 COM. 2010 775 def., 2010/0373, Bruxelles, 16 dicembre 2010

comparto, nonché l'affidabilità delle informazioni relative alle transazioni finanziarie che per tal via si realizzano.

Va, inoltre, evidenziato che - con riferimento al mercato interno all'UE - la direttiva del 2007 ricollega la libera circolazione (di merci, persone, servizi e capitali) al corretto funzionamento dei servizi di pagamento, cui corrisponde la riserva di attività in favore di banche, istituti di moneta elettronica e istituti di pagamento.⁸ Da qui, la significatività della qualifica di imprese regolamentate, che consente di circoscrivere (e censire) i soggetti che sono chiamati a collaborare con l'amministrazione fiscale per la verifica della regolarità dei rapporti economici che vengono pagati secondo le nuove regole della tracciabilità.

4. Un presidio ulteriore garantisce l'applicabilità, nell'ordinamento italiano, della logica della tracciabilità. Si tratta del regime penalistico che contrasta l'abusivismo bancario e finanziario; questo si affianca al tradizionale obiettivo di evitare forme irregolari di raccolta del risparmio ed esercizio del credito, cui si ricollega ora anche la sanzione penale delle transazioni finanziarie abusive (o meglio, delle iniziative imprenditoriali che procedono alla prestazione di servizi di pagamento senza aver ottemperato agli adempimenti imposti dal governo amministrativo del mercato bancario).

⁸ Cfr. TROIANO, *Gli istituti di pagamento*, in AA.VV., *L'ordinamento bancario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, p. 610 ss.; PELLEGRINI, *La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari. Da un riscontro di regolarità alla supervisione*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Alpa, Amorosino, Antonucci, Conte, Pellegrini, Sepe, Troiano, Padova, 2010, p. 285 ss. ove si individuano le linee evolutive della categoria dei sistemi di pagamento

A seguito delle innovazioni disciplinari recate dal d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, si declina una nuova fattispecie penale, cui è riconducibile il disposto normativo dall'art. 131 *ter* del d. lgs. 385 del 1993. Tale statuizione, nel ricollegare profili formali e sostanziali, non si limita a tutelare il patrimonio dei terzi (che potrebbe non aver subito alcun danno materiale), ma si propone di salvaguardare la regolarità e la trasparenza del sistema dei pagamenti; la norma si riferisce, infatti, alla violazione dei controlli posti all'accesso al mercato finanziario e, quindi, all'aggressione al corretto funzionamento del medesimo.⁹

La collocazione sistematica (e, come si vedrà, la misura della pena edittale) favorisce un'interpretazione che ricollega le fattispecie sanzionatorie del testo unico bancario ai valori costituzionali che - come si è anticipato - fanno capo all'art. 41 Cost. nonché agli obblighi di tutela del risparmio (e di controllo del credito) previsti dall'art. 47 Cost.

Se ne deduce che l'esercizio abusivo dei servizi di pagamento comporta un'aggressione all'ordine giuridico del mercato tale da far ritenere inevitabile il ricorso alla pena detentiva, laddove sanzioni amministrative non sono state ritenute sufficienti a garantire un'efficace tutela dell'ordinamento bancario e finanziario.¹⁰ Conseguente la riferibilità della norma penale in considerazione alla tutela dell'atto autorizzatorio, quale strumento volto a garantire

⁹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 t.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Id., Padova, 2001, II, p. 994 ss.

¹⁰ Cfr. SEVERINO DI BENEDETTO, *Commento sub art. 166 t.u.f.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, p. 1520 ss.

l'effettività della supervisione (e, dunque, alle forme di controllo pubblico all'accesso al comparto di riferimento).¹¹

Pertanto, l'art. 131 *ter* t.u.b. costituisce applicazione di un principio di ordine generale che, nel mercato finanziario, giustifica il ricorso alla sanzione penale quale unico mezzo in grado di contrastare l'esercizio abusivo di attività ad altissimo rendimento (per le quali sarebbero insufficienti i livelli delle tradizionali sanzioni pecuniarie), nonché formule sistematiche di trasferimento del denaro che - essendo realizzate al di fuori dei circuiti regolamentati - si prestano ad agevolare operazioni di evasione fiscale.

Sotto altro profilo, l'esame della tracciabilità non può prescindere dal riferimento alla nozione di «riserva di attività», riguardata sotto il duplice profilo della preordinazione alla tutela del risparmio¹² e del buon funzionamento dei sistemi di pagamento (collegati alla fiducia nella corretta e tempestiva prestazione dell'operatore professionale, *Considerando* n. 46 della Direttiva 2007/64/CE).¹³

5. La rispondenza tra autorizzazione (all'attività) e prestazione (del servizio) si ricollega direttamente alla responsabilità del soggetto che risulta essere autore dell'iniziativa imprenditoriale. Sicché l'antigiuridicità nella fattispecie va ricercata nel complesso degli elementi che delineano il reato in esame, quali sono indicati dalla disciplina speciale. Non v'è dubbio che, ai fini di un corretto presi-

¹¹ Cfr. MONTEDORO, *Commento sub art. 130 t.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., II, p. 988 ss.

¹² Cfr. LEMMA, *Autorizzazione all'attività bancaria e tutela del risparmio*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, p. 93 ss.

¹³ Cfr. MONTEDORO, *Commento sub art. 130 t.u.b.*, cit., p. 992 ove si evidenzia la specifica utilità di ciascuna forma di repressione dell'abusivismo, nel contesto di un approccio tuzioristico preordinata allo scopo di rafforzare l'affidabilità degli operatori del settore e, dunque, la fiducia nel sistema bancario e finanziario.

dio della tracciabilità, andrà tenuto conto di tutte le attività riconducibili alla generale nozione di «servizi di pagamento» (disposto dall'art. 1, comma 1, lett. b, d. lgs. 11 del 2010, rispondente all'elencazione recata dalla citata direttiva 2007/64/CE).¹⁴

Ed invero, nell'ordinamento bancario l'abusivismo non si basa su un generico riferimento ai mezzi solutori diversi dalla moneta legale, in quanto la normativa prevede l'elencazione dei servizi riservati ai soggetti abilitati. Al di fuori di tale elenco, devono ritenersi legittime eventuali ulteriori attività intermediatrici nella circolazione del denaro (esercitate senza autorizzazione), ancorché le medesime possano essere ritenute idonee a disturbare il regolare corso dei mercati o la tracciabilità dei pagamenti.¹⁵

Da ultimo, va tenuto presente che la logica della tracciabilità si richiama - oltre che ai tradizionali scopi di *equità* ordinariamente sottesi all'azione del legislatore - anche al perseguimento di obiettivi di *razionalità* e *trasparenza*. Sicché, come si è anticipato, le barriere all'entrata del mercato e la delimitazione del novero dei soggetti coinvolti nel circuito dei pagamenti non esaurisce la propria funzione con riguardo alle sole finalità della vigilanza, ma sembra proiettarsi verso garanzie di ordine generale, collegate ai rapporti economici tutelati dal nostro ordinamento costituzionale.

In tale contesto, la repressione penale dell'abusivismo non rappresenta una difesa delle posizioni individuali (preordinata alla creazione di posizioni privilegiate nel mercato), ma riassume in sé le *finalità di tutela* che si ricollegano al contrasto di ogni forma di ac-

¹⁴ Cfr. TROIANO, *op. ult. cit.*, p. 611

¹⁵ Salvo, ovviamente, quanto previsto dall'art. 131 *bis*, con riferimento alla riserva relativa all'emissione di moneta elettronica *ex art. 114 bis* tub; cfr. TROIANO, *Gli istituti di moneta elettronica*, in AA.VV., *L'ordinamento bancario italiano*, cit., p. 605 ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, p. 218 che considera gli Imel quali «operatori inseriti nel sistema dei pagamenti».

cesso non autorizzata al mercato dei capitali. A ben considerare, la normativa bancaria risulta orientata verso la protezione dei circuiti legali dell'economia di mercato, nei quali si realizzano le attività economiche, il cui risultato determina la capacità contributiva che misura il *dovere fiscale* di ogni cittadino.

È, dunque, la collocazione dell'attività intermediatrice al di fuori di tale ordine che determina il carattere illecito del pagamento, donde l'esigenza di condurre il «giudizio di anti-giuridicità» nel riferimento all'intero sistema finanziario, sia sul piano materiale (affettante alla lesione del bene giuridico protetto), sia con riguardo agli altri elementi normativi della fattispecie (che si compendiano nel titolo V *ter* del Testo unico bancario).

Inoltre, la verifica dei profili di colpevolezza ascrive peculiare significato al rapporto di appartenenza fatto-autore (e, dunque, pone in una diversa luce il regime di imputabilità dell'attività abusiva ad un determinato soggetto). Ciò in quanto il riferimento al rapporto che intercorre tra i coefficienti soggettivi (del diritto penale) e le peculiarità dell'ordinamento bancario conferiscono specifica vettorialità a tale verifica, col riscontro di indubbi profili problematici rispetto all'esigenza di circoscrivere la punibilità nei limiti di ciò che era prevedibile ed evitabile da parte di chi ha posto in essere una condotta organizzata in forma imprenditoriale.¹⁶

Alla obsolescenza di talune pratiche di abusivismo (ricollegabili *tout court* all'attività bancaria), risponde l'attualità dell'esercizio di altre attività non autorizzate collegate a specifici

¹⁶ Quanto asserito nel testo, inoltre, si ricollega all'ulteriore problematica dell'imputabilità di condotte poste in essere dopo aver assunto una veste societaria, nonché le difficoltà di intercettare coloro che hanno mascherato il proprio abuso attraverso strumenti complessi o derivati, rivenienti dallo sviluppo dell'ingegneria finanziaria (per l'impostazione di tale ultima problematica, cfr. OLIVIERI - BARONE, *Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella costruzione di negozi in frode alla legge*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, 2009, I, p. 110 ss.).

fenomeni criminali di elevata pericolosità sociale.¹⁷ Sicché trova nuova centralità - nell'opera di recepimento della disciplina europea dei servizi di pagamento - la predeterminazione legale della pena e le aspettative individuali degli operatori del settore. Ne consegue la riconducibilità della fattispecie in esame tra quelle di pericolo, rendendo possibile l'intervento repressivo sin dall'accesso - non autorizzato - al mercato.

Più in particolare, va notata l'assenza di ogni riferimento alla nozione di pubblico nella definizione del reato. Se ne deduce la volontà di assicurare una vigilanza omogenea nel settore, che assicuri il massimo grado di tracciabilità dei pagamenti, cui corrisponde la repressione di ogni tipo di attività esercitata da operatori non iscritti in alcun albo di vigilanza (*ex artt. 13, 114 bis, 114 septies t.u.b.*).¹⁸

In tale prospettiva assume particolare rilievo la problematica relativa all'individuazione del reato di abusivismo bancario (previsto dall'art. 131 tub) allorché non si rinvenano specifici elementi che consentano di configurare in forma autonoma l'abusiva emissione di moneta elettronica (prevista dall'art. 131 bis tub) ovvero l'abusiva attività di prestazione di servizi di pagamento (prevista dall'art. 131 ter tub). In definitiva, viene in considerazione una realtà disciplinare che, per quanto complessa, offre lo spunto per una ridefinizione del sistema dei pagamenti; e ciò, dovendosi aver riguar-

¹⁷ In particolare: alla criminalità organizzata, cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 t.u.b.*, cit., p. 995; alla truffa, cfr. MONTEDORO, *Commento sub art. 130 t.u.b.*, cit., p. 990; al riciclaggio ed all'usura, cfr. SEVERINO DI BENEDETTO, *Commento sub art. 166 t.u.f.*, cit., p. 1521; DONATO e IALUNGO, *L'abusiva attività finanziaria*, in AA.VV., *La nuova legge bancaria*, a cura di Ferro-Luzzi e Castaldi, Milano, 1996, p. 1979

¹⁸ In relazione alla problematica del rilievo della nozione di pubblico nell'abusivismo bancario, cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 t.u.b.*, cit., p. 999, che si richiama a Cass. SS.UU. 25 marzo 1988, n. 2579, in *Banca Borsa titoli di credito*, 1989, II, p. 7 ss., con nota di CIRILLO, *Banca di fatto e mercato finanziario*; più di recente, cfr. Cass. 29 gennaio 2009, n. 2071, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, p. 92 ss.

do alla cura riservata dalla regolazione ai trasferimenti di denaro (che va oltre l'obbligo di dotarsi di strutture adeguate alla *sana e prudente gestione*).

In conclusione, le implicazioni del collegamento tra tracciabilità dei pagamenti, loro gestione e verifiche della autorità pubblica impongono l'esigenza di chiarire i termini del raccordo tra vigilanza bancaria ed controlli volti a contrastare l'evasione fiscale e l'economia sommersa. Ipotizzare l'affermazione di nuovi modelli di supervisione integrata, di certo, identifica la via da percorrere per il raggiungimento di livelli accettabili di equità fiscale e, dunque, di una prospettiva di piena sussidiarietà (in linea con gli orientamenti della nostra Costituzione).

Valerio Lemma

Ricercatore di Diritto dell'economia
nell'Università G. Marconi di Roma

BANCHE ISLAMICHE: CRITICITÀ DEL SISTEMA E PROFILI DI
REGOLAMENTAZIONE. PROSPETTIVE DI ARMONIZZAZIONE*

ABSTRACT: Starting out from the overview of Islamic finance and Islamic financial services industry, this paper sets out to examine the definition of sharī'ah-compliant and its evolution among global markets. Considering the geographical expansion of Islamic finance and its growing industry, there is greater awareness of Islamic-based financial products by regulators and intermediaries. In addition, Islamic finance has become an increasingly visible form of banking across countries. More precisely, Islamic finance laws has been of increasing interest in the Italian legal system. However, these regulatory practices underline questions about the harmonization and interpretations of Islamic principles into the domestic financial market. Specifically, the lack of harmonization raises legal uncertainty and highlights concern that shariah-compliance risk may grow. In this regard, there is greater consideration of Islamic finance development; as a result, a closer examination of the rules of Islamic finance suggests that the implementation of this normative system could bring to light manifest legal risks in financial regulation.

SOMMARIO: 1. Introduzione. 2. Finanza islamica: diffusione del fenomeno e precetti religiosi. 3. Cenni sui profili di rischio ed esigenza di controllo pubblico delle banche islamiche. 4. Riflessioni conclusive.

1. Proprio nel momento in cui il mondo occidentale sta manifestando la propria difficoltà per la crisi del sistema economico e finanziario convenzionale, la finanza islamica dimostra segni di grande vitalità e di notevole crescita¹.

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Per un inquadramento generale sul diritto islamico, cfr. CILARDO A., *Il diritto islamico e il sistema giuridico italiano*, Napoli, 2002; FERRARI S. (a cura di),

Secondo i dati forniti dall'*Islamic financial information service* (I.F.I.S.), negli anni 2007-2008 sono stati emessi *bond* per quasi cinquanta miliardi di dollari U.S.A., così come i fondi a livello mondiale sono ormai svariate centinaia.

E, considerando che la comunità musulmana residente nell'Unione Europea è di circa 15 milioni di persone, pari a circa il 5% della popolazione complessiva, si può agevolmente immaginare come il fenomeno della finanza islamica, lungi dall'essere sottovalutato, dovrà sempre più essere al centro delle stime e delle analisi degli organismi, tanto nazionali quanto comunitari ed internazionali, deputati a regolare e controllare la stabilità complessiva dell'intero sistema finanziario e la trasparenza degli intermediari ivi operanti².

Al riguardo, l'Italia è destinata a giocare un ruolo certamente strategico, se riuscirà ad intercettare per tempo la domanda avanzata dalla popolazione musulmana residente nel Paese e le occasioni presentate dalle istituzioni finanziarie islamiche.

Non vi è dubbio, infatti, che l'Italia, al di là dei vantaggi di contiguità geografica, costituisce un interlocutore privilegiato dei Paesi arabi, grazie sia alla specializzazione italiana in manufatti a bassa e media intensità di capitale sia alla flessibilità del sistema produttivo nazionale articolato in una capillare rete di piccole e me-

Musulmani in Italia. La condizione giuridica delle comunità islamiche, Bologna, 2000; FERRARI S., *Islam and European legal systems*, Ashgate, 2000. Con particolare riguardo al diritto pubblico nell'Islam, ai diritti umani ed al rapporto fra costituzionalismo e Islam, cfr. AN-NA'IM A.A., *Riforma islamica. Diritti umani e libertà nell'Islam contemporaneo*, Bari, 2011; GUOLO R., *L'Islam è compatibile con la democrazia?*, Bari, 2004; BAHLUL R., *Prospettive islamiche del costituzionalismo*, in P. Costa, D. Zolo (a cura di), *Lo Stato di diritto. Storia, teoria, critica*, Milano, 2002; MERNISSI F., *Islam und Demokratie*, Freiburg, 2002; GOZZI G., *Il costituzionalismo in Europa e nell'Islam mediterraneo*, in Cassano, Zolo (a cura di), *L'alternativa mediterranea*, Milano, 2007; GIOLO O., *La teoria musulmana del diritto tra volontarismo e razionalismo. Esperienze dell'Islam maghrebino*, in *Riv. di studi politici internazionali*, 2002, 3, p. 401.

² Cfr. VADALA' E., *La finanza islamica e i mercati finanziari europei*, in *Il Welcome Banking* (a cura di E.M. Napolitano), Fondazione Cassa di Risparmio di Biella, 2006.

die imprese: non è un caso, d'altronde, che da diversi anni l'Italia rappresenta un importante *partner* commerciale per quasi tutti i Paesi del Golfo persico e per quelli della sponda meridionale del Mar Mediterraneo.

Notevole è stato, reciprocamente, l'interesse nei confronti dell'economia italiana da parte degli Stati a forte eccedenza petrolifera, come testimoniato dai diversi investimenti effettuati³, a dimostrazione di una particolare attenzione manifestata dai Paesi nordafricani e mediorientali verso l'Italia, anche se, forse, privo di una strategia di espansione con carattere di continuità tipica di altri Paesi della medesima area geografica e riservata ad altri Stati europei, a causa probabilmente anche della scarsa internazionalizzazione del sistema bancario nazionale.

Sulla base di ciò, appare che l'introduzione e la commercializzazione nel mercato italiano di prodotti e strumenti finanziari islamici, c.d. *sharī'ah-compliant*, rappresenti non solo un'esigenza di adeguamento al *trend* europeo, ma anche un interesse puramente strategico per affermare maggiormente la competitività del Belpaese nell'area nordafricana e mediorientale e per attirare quei capitali provenienti dalla grande liquidità dei Paesi del Golfo⁴.

³ Solo per citarne alcuni, e tra i più recenti, si possono ricordare gli investimenti della emiratina *Mubadala* in Ferrari e in Piaggio Aero Industries; della libica LAFICO in Juventus, FIAT e Tamoil; della omanita *State General Reserve Fund* nel progetto di costruzione della nuova sede di Milano di RCS Media Group; della *Qatar Investment Authority* nell'Excelsior Hotel Gallia di Milano, del *Dorchester Group* (Brunei Investment Agency) nell'Hotel Principe di Savoia di Milano; della *Lybian Investment Authority* in Unicredit.

⁴ Il 25 settembre 2007 Adnan Yousif, presidente dell'Unione delle Banche Arabe, ha siglato un memorandum d'intesa con l'A.B.I. per l'apertura in Italia, entro l'anno 2008, di un istituto di credito ispirato alle norme del Corano, come già presente in altri Paesi Europei, quali il Regno Unito dove già operano banche islamiche e la Germania che è stata la prima in Europa ad emettere, nell'anno 2004, un *sukuk* sovrano. La dichiarazione d'intenti del 2007 è ancora rimasta tale, anche se le principali istituzioni del settore hanno già avviato importanti studi volti ad approfondire la questione.

E ciò anche alla luce delle recenti trasformazioni politiche che hanno riguardato questi territori e dei flussi migratori che stanno sempre più comportando un progressivo incremento in Italia della comunità islamica, alquanto avversa nei confronti dell'uso dei canali bancari convenzionali.

Non vi è dubbio, peraltro, che l'impatto sull'ordinamento giuridico nazionale dell'impianto concettuale che costituisce il sostrato della finanza islamica è di non poco momento e porterebbe a non scarse problematichità, se si accenna, in via esemplificativa, al controllo obbligatorio sulle attività di raccolta del risparmio e di intermediazione da parte delle Autorità preposte, da condursi sulla base della normativa vigente di cui al Testo Unico Bancario e al Testo Unico della Finanza, i quali disciplinano con dettaglio tutte le tipologie di investimento e prevedono rigide forme di vigilanza. Ed ancora, l'ormai consolidato principio generale della separazione tra banca e impresa sembrerebbe stridere di fronte al criterio della compartecipazione al rischio, che è implicito nella interpretazione più ortodossa dei cardini della finanza islamica⁵.

I depositi, inoltre, alla luce del principio squisitamente islamico della condivisione dei rischi tra risparmiatore e gestore, non sarebbero garantiti e, quindi, ad esempio, parrebbe problematica *prima facie* l'adesione delle banche islamiche al Fondo interbancario di garanzia dei depositi esistente in Italia. Così come non sembrerebbero problematiche di minore entità quelle attinenti al profilo contabile o fiscale⁶.

⁵ In altri termini, nella finanza islamica cambia sostanzialmente il rapporto di intermediazione tra il cliente (depositante) e la banca, rapporto che si basa su una vera e propria compartecipazione al rischio di impresa e non come avviene tra prestatore e prestatario, tra depositante e depositario.

⁶ Ad esempio, nel mutuo islamico, la doppia compravendita sembra determinare un doppio conteggio dell'imposta di registro, dapprima pagata dalla banca (intestataria

Anche l'aspetto della liquidità e delle riserve di cassa delle banche islamiche dovrà essere controllato attentamente, specialmente in assenza di prestiti interbancari e di mercati secondari accettati dalla legge coranica.

Trattasi di difficoltà non certo di basso profilo, ma comunque agevolmente superabili - sulla base di normative specifiche ovvero di armonizzazioni fiscali, come già avvenuto in altri Stati europei, o auspicando un possibile intervento del legislatore comunitario⁷ - che, sul piano pratico, attualmente, ostacolano la nascita e lo sviluppo nel territorio italiano di banche di diritto islamico⁸.

Giova, pertanto, a questo punto, al fine di comprendere meglio i contenuti ed i confini della finanza musulmana e quindi di calibrare meglio gli interventi regolatori da parte della autorità pubbliche a ciò preposte, inquadrare seppur brevemente i principi che sottendono al fenomeno finanziario islamico, per poi rapidamente collocare i possibili rischi da prevenire ed a cui eventualmente far fronte.

iniziale dell'immobile) e poi dal cliente. Così, ancora, nel contratto di *murabaha*, dove la banca acquista in nome proprio delle merci che rivenderà successivamente al cliente ad un prezzo maggiorato, l'I.V.A. verrebbe calcolata sul prezzo finale, comprensivo anche del compenso spettante alla banca finanziatrice.

⁷ E' da segnalare la direttiva 2007/18/CE della Commissione del 27 marzo 2007, in G.U.U.E. L 87/9 del 28 marzo 2007, che ha modificato la direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, in G.U.U.E. L 177 del 30 giugno 2006, per quanto riguarda l'esclusione o l'inclusione di taluni enti dal suo campo di applicazione e il trattamento delle esposizioni verso banche multilaterali di sviluppo.

⁸ Nel breve periodo, alcuni hanno sostenuto che la soluzione migliore sarebbe l'apertura di *islamic windows*, ovvero di uffici specializzati nell'offerta di prodotti di finanza islamica all'interno di sportelli bancari di banche tradizionali, prima ancora di procedere con la costituzione di vere e proprie banche islamiche specializzate, ossia strutturate sulla base dei principi islamici e che offrono solo servizi con questi compatibili.

2. Quello della finanza islamica è un fenomeno abbastanza recente sul piano temporale, che ha ricevuto impulso in origine dall'esigenza di collocare ed investire la liquidità proveniente dai notevoli introiti derivanti dal petrolio⁹.

E' stato proprio negli anni Sessanta e Settanta del XX secolo¹⁰ che si sono affacciate le prime istituzioni finanziarie islamiche nei paesi dell'area mediorientale e nordafricana¹¹, in concomitanza con

⁹ Per approfondimenti, cfr. FIGUEROA COLON J.C., *Choice of law and islamic finance*, in *Texas International law journal*, 2011, 2, p. 411; NIZAMI S.M., *Islamic finance*, in *Suffolk transnational law review*, 2011, 1, p. 219; LUTTERMANN C., *Islamic Finance*, in *Juristenzeitung*, 2009, p. 706; REHMAN S.S., *Globalization of islamic finance law*, in *Wisconsin International law journal*, 2008, 4, p. 625; AA.VV., *Costi e opportunità della finanza islamica in Italia*, in *Gnosis*, 2008, 2; SIAGH L., *L'Islam e il mondo degli affari*, Etas, 2008; FOSTER N.H.D., *Islamic finance law as an emergent legal system*, in *Arab law quarterly*, 2007, 2, p. 170; HEGAZY W.S., *Contemporary Islamic Finance: From Socioeconomic Idealism to Pure Legalism*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, p. 581; SOLE' J., *Introducing Islamic Banks into Conventional Banking Systems*, in *IMF Working paper*, 2007, n. 175; IQBAL Z. – TSUBOTA H., *Emerging Islamic Capital Markets – a Quickening Pace and New Potential*, in *Euromoney Handbook*, 2006; PAULETTO L., *Lo sviluppo della pratica finanziaria islamica nel contesto delle istituzioni occidentali*, in *Banca, impresa, società*, 2005, 1; VADALA' E., *Capire l'economia islamica*, Patti, 2004. Con particolare riguardo al formalismo nella finanza islamica, cfr. HAMOUDI H.A., *Jurisprudential Schizophrenia: On Form and Function in Islamic Finance*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, p. 605.

¹⁰ Nel 1961 venne costituita in Egitto la prima banca islamica (Mit Ghamr Bank), con struttura mutualistica, specializzata nel finanziamento del settore agricolo e artigianale. La Mit Ghamr Bank, dopo un periodo di crisi, venne nazionalizzata nel 1967. Esperimenti simili ebbero luogo anche in Algeria e in Malesia. La prima banca islamica privata, invece, venne fondata il 25 ottobre 1975 a Gedda (Arabia Saudita) e, sempre nello stesso anno, nacque la Banca Islamica del Dubai. Nel 1977 videro la luce la Kuwait Finance House di Kuwait City, la Faysal Islamic Bank of Egypt e la Faysal Islamic Bank of Soudan. Per approfondimenti, cfr. CEPPI F., *Il divieto degli interessi nel diritto musulmano e le banche islamiche*, in *Federalismi.it*, 29 giugno 2011, pp. 10 ss.; KAZI A.U. – HALABI A.K., *The influence of Quaran and Islamic financial transactions and banking*, in *Arab law quarterly*, 2006, p. 321.

¹¹ L'evoluzione che la finanza islamica ha avuto sinora permette di distinguere quattro principale aree: Medio Oriente, Sud-Est Asiatico, Sub-Continente Indiano, Africa, che denotano caratteristiche particolari a seconda della differente applicazione ed interpretazione della legge coranica. Il fenomeno presenta la massima concentrazione dell'area mediorientale (oltre il 90%), con la quota maggiore in Iran (circa il 60%), seguito dall'Arabia Saudita, Kuwait ed Emirati Arabi Uniti, con quote comprese, all'incirca, tra il 15 % ed il 5%. Nei Paesi in cui convivono banche islamiche e banche convenzionali si possono distinguere tre modelli di regolamentazione: i) Paesi dove esistono due diversi regimi legali (*conventional banking law e Islamic banking law*), ad es. in Giordania, UAE, Yemen; ii) Paesi in cui le banche islamiche vengono regolamentate con istituti speciali ad esse dedicate, nell'ambito di un'unica legge bancaria, ad es. in Indonesia, Kuwait, Malaysia, Qatar, Turchia; iii) Paesi che applli-

la crisi petrolifera e l'impennata del prezzo del greggio.

Negli anni Ottanta il processo di costituzione di banche *sharī'ah-compliant* è proseguito in altri Stati, dove si è giunti addirittura ad una completa islamizzazione dell'intero sistema finanziario, come in Iran ed in Sudan (non anche in Pakistan dove il tentativo è fallito).

La costituzione di queste nuove entità ha attirato, soprattutto negli anni Novanta, l'interesse delle principali autorità internazionali del settore, quali la *Federal Reserve* e la *Bank of England*, che hanno iniziato ad occuparsi del fenomeno, così come anche il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale¹². Di qui la nascita dei primi due indici di borsa relativi a strumenti finanziari islamici e l'accrescersi di un dibattito nel mondo occidentale¹³.

La nascita e lo sviluppo degli intermediari, l'approfondimento dottrinale sia nelle accademie europee ed americane che nelle scuole giuridiche islamiche, così come la sempre più crescente esigenza di uniformità e standardizzazione avanzata dai mercati, hanno fatto emergere la necessità di una regolamentazione delle istituzioni finanziarie islamiche, anche per evitare che le difficoltà operative,

cano alle banche islamiche le stesse norme delle banche convenzionali, ad es. Arabia Saudita, Egitto e, in Occidente, il Regno Unito. Esistono, infine, Paesi - l'Iran e il Sudan, limitatamente alle aree settentrionali - i cui sistemi finanziari sono interamente governati dalla *sharī'ah*. Sull'evoluzione della finanza e delle banche islamiche, cfr. anche WU C., *Islamic banking: sign of sustainable growth*, in *Minnesota journal of international law*, 2007, 1, p. 233; TAYLOR J.M., *Islamic commercial banking*, in *The transnational lawyer*, 2005, 2, p. 417; ANWAR M., *Islamicity of banking and modes of Islamic banking*, in *Arab law quarterly*, 2003, 1, p. 62.

¹² La Banca Mondiale, oltre ad aver recentemente avviato un gruppo di lavoro per promuovere la finanza islamica, ha emesso un prestito obbligazionario *sharī'ah-compliant*, collocato sulle piazze di Dubai e Barhein, per l'importo di 100 milioni di dollari U.S.A. .

¹³ L'Università di *Harvard* in U.S.A. ha costituito un vero e proprio *working group*, l'Islamic Finance Forum, dedicato allo studio della finanza islamica, così come la *London School of Economics*, adottando iniziative similari.

causate sovente dalle divergenze nell'interpretazione della legge coranica, potessero indebolire le prospettive di sviluppo di un settore così emergente¹⁴. Di qui, la nascita di autorità con l'obiettivo di sviluppare regole contabili e di *governance* uniformi e standardizzate, compatibili con la finanza islamica.

Ed infatti, il carattere peculiare della finanza islamica è proprio costituito dal notevole legame della medesima con i precetti della religione musulmana.

A differenza di altre religioni, l'Islam ha sviluppato nei secoli regole economiche e finanziarie fondate sul rispetto del Corano, libro sacro per eccellenza, e della *sharī'ah*¹⁵, la legge di Dio.

Secondo la concezione musulmana, la moneta non ha un valore in sé, ma è solo una unità di conto che produce ricchezza

¹⁴ Gli attentati dell'11 settembre 2001, negli U.S.A., e la conseguente congiuntura petrolifera, hanno dato ulteriore forza al fenomeno, tant'è che molte famiglie dell'area mediorientale hanno iniziato a rimpatriare i propri risparmi detenuti in dollari U.S.A. o in altre valute straniere per investirli in prodotti finanziari islamici. Il principale effetto è stato quello della nascita di nuove banche islamiche (come in Kuwait e in Bahrein) ovvero della creazione, da parte di molte banche occidentali, di filiali o succursali specializzate in strumenti *sharī'ah-compliant*: ormai quasi tutti i maggiori gruppi bancari occidentali (quali, ad esempio, *Citigroup*, *HSBC*, *Deutsche Bank*, *Standard Chartered*, *UBS*, *ABN Amro*, *BNP Paribas*) hanno sussidiarie che effettuano finanziamenti e accettano depositi conformi alla *sharī'ah*, così come si stanno adoperando per raggiungere direttamente la clientela musulmana nei Paesi islamici senza l'intermediazione di banche dell'area.

¹⁵ La *sharī'ah*, che disciplina al contempo gli aspetti religiosi, socio-economici, politici e culturali delle società musulmane, è sia la legge sacra dell'Islam sia la fonte incontestabile del diritto. Le sue fonti sono rinvenibili nel Corano e nella *sunnah*, ossia i detti e le azioni del profeta Maometto, trasmessi in forma verbale in forma di *hadīth* (racconti dei compagni del profeta). La *sharī'ah* si completa, infine, con la giurisprudenza islamica (*fiqh*), basata sul processo di interpretazione (*iğtihād*) che gli esperti di giurisprudenza islamica applicano in caso di regole implicite o non chiare, utilizzando il ragionamento deduttivo-analogico (*qiyās*) o fondandosi sul consenso degli esperti delle varie scuole (*iğma'*). Nel contesto islamico esistono diverse scuole giuridiche, di opinioni spesso divergenti; manca, per di più, una gerarchia con a capo un'autorità giuridica religiosa centrale capace di dirimere eventuali controversie. Le quattro principali scuole giuridiche sunnite sono: (i) la *hanafita*, diffusa in Turchia, Egitto, India, Pakistan e nell'ex URSS, con posizioni più liberali; (ii) la *malikita*, presente nell'area del Maghreb e rappresentante la tendenza giurisprudenziale più conservatrice; (iii) la *shafīta*, diffusa in Indonesia, Siria e Africa orientale, su posizioni intermedie tra le due precedenti; (iv) la *hanbalita*, prevalente in Arabia Saudita e caratterizzata da un'assoluta fedeltà alle fonti scritte dell'Islam e da un estremo rigore morale.

quando viene impiegata in un processo produttivo; di conseguenza, pretendere un interesse predeterminato che non sia vincolato ad una attività economica è illegittimo e vietato¹⁶.

In altri termini, il divieto di *ribā'*, da inquadrare in una riflessione islamica più ampia sull'economia, trova il suo fondamento principale nel presupposto che non ci possa essere guadagno senza l'assunzione di un rischio: la remunerazione di un prestito concesso da una banca sarà consentita soltanto e a condizione che essa risulti legata ai risultati dell'impiego del capitale¹⁷.

Non sono mancati diversi tentativi di superare il divieto del

¹⁶ Per approfondimenti, cfr. CECCARELLI G., *Denaro e profitto a confronto: le tradizioni cristiana e islamica nel Medioevo*, in *Quaderni verdi dell'Associazione per lo sviluppo degli Studi di Banca e Borsa*, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008, n. 30.

¹⁷ Per ulteriori approfondimenti sul divieto di *ribā'*, cfr. CEPPI F., *Il divieto degli interessi nel diritto musulmano e le banche islamiche*, op. cit., *passim*; KARASIK T. – WEHREY F. – STROM S., *Islamic finance in a global context: opportunities and challenges*, in *Chicago Journal of International Law*, 2007, p. 381; PICCINELLI G.M., *Il diritto agli interessi nei paesi arabi*, in *Diritto del commercio internazionale*, 1996, p. 35; PICCINELLI G.M., *La dimensione etica del diritto musulmano dei contratti classico e contemporaneo*, in *Roma e America. Diritto romano comune*, Modena, 1999; PICCINELLI G.M., *Ribā'*, in *Dig. (disc. priv.)*, Torino, 1998, IV, p. 494, BUSSI, *Principi di diritto musulmano*, Bari, 2004, p. 135. Giova solo segnalare che, come espressamente riferito da CEPPI F., *Il divieto degli interessi nel diritto musulmano e le banche islamiche*, op. cit., p. 3, “il Corano, quindi, vieta il prestito ad usura, ma non espressamente la corresponsione di qualsiasi interesse: tuttavia, vi è un'assoluta concordia nel ritenere che il divieto coranico del *ribā'* riguardi la previsione di qualsiasi, anche minima, forma di interesse sul denaro concesso in prestito. Si ritiene, infatti, che il divieto del *ribā'* riguardi ogni vantaggio che il creditore ritragga dal denaro prestato e, quindi, qualsiasi profitto derivante da un accrescimento al proprio capitale, legato ad una scadenza o ad un termine. (...) Il diritto islamico è giunto a vietare, non solo la corresponsione di una qualsiasi di forma di interesse o utilità sul denaro concesso in prestito, ma anche, più in generale, qualsiasi ingiustificato arricchimento, quale profitto non imputabile direttamente al lavoro dell'uomo, in tutte le diverse tipologie in cui esso possa manifestarsi. (...) Ciò tuttavia non deve far pensare che l'Islam sia una religione che imponga una rinuncia al mondo degli affari; lo stesso Profeta, così come i primi Califfi, erano commercianti. E lo stesso Corano incoraggia lo svolgimento di attività economiche e commerciali. L'Islam condanna il profitto realizzato con mezzi illeciti od immorali, come ad esempio, il raggiungimento di un profitto realizzato senza una prestazione corrispettiva. In definitiva, qualsiasi arricchimento, qualsiasi vantaggio, che non trovi la propria causa in un'attività effettivamente svolta da parte del beneficiario dell'arricchimento o, comunque, in una controprestazione, costituisce *ribā'* ed in quanto tale è vietato dal diritto islamico”.

*ribā'*¹⁸ da parte delle diverse scuole giuridiche islamiche, anche per evitare che il rigore di tale divieto potesse incidere negativamente nello sviluppo dell'attività economica: da un canto sono state elaborate diverse operazioni negoziali formalmente conformi alla legge ma che in sostanza andavano ad ovviarne i limiti, le quali non hanno superato il vaglio della Legge coranica, in quanto ritenute meri strumenti per aggirare il divieto del *ribā'*; dall'altro, secondo una dottrina più recente, è stato elaborato il c.d. "metodo della riconciliazione", in base al quale risulterebbe vietato il solo *ribā'* al consumo (consistente nel prestare denaro ricavandone interessi, così favorendo lo sfruttamento dei poveri da parte dei ricchi) e non anche il *ribā'* di produzione (il ricevere interessi dalle somme di denaro prestate dai risparmiatori alle banche o agli altri intermediari finanziari), che andrebbe invece oggi ammesso e legittimato in forza dello sviluppo economico e commerciale complessivo e quale incentivo al risparmio e alla cooperazione, principi non disdegnati dalla *sharī'ah*¹⁹.

Oltre al *ribā'*, sono vietati dalla legge coranica anche tutte quelle pratiche finanziarie che coinvolgono il concetto di *gharar*²⁰

¹⁸ Stante il divieto del *ribā'*, le banche islamiche non possono concludere diversi contratti di norma utilizzati nella normale operatività dalle banche convenzionali, tra i quali, si possono, in via esemplificativa, segnalare tra i principali: il mutuo, lo scoperto bancario, lo sconto di effetti commerciali, il factoring, il credito documentario. Per approfondimenti, cfr. CEPPI F., *Il divieto degli interessi nel diritto musulmano e le banche islamiche*, op. cit., p. 13.

¹⁹ Per ulteriori approfondimenti sull'evoluzione dottrinale del divieto di *ribā'*, cfr. CEPPI F., *Il divieto degli interessi nel diritto musulmano e le banche islamiche*, op. cit., p. 7; COMAIR-OBEID, *Les contracts en droit musulman des affaires*, Parigi, 1995, p. 46; DOUALIBI, *La Theorie de l'usure en droit musulman*, in *Travaux de la semaine internationale de droit musulman*, Parigi, Sirey, 1953, p. 139. Come riferito da MAWLAWI, *Dirasat hawl ar-riba wa l-fawa'id wal masrid*, Beyrouth, 1990, p. 32, in un'economia di tipo capitalistico, il risparmiatore, che affida i suoi denari accumulati attraverso l'impegno ed il lavoro, ha diritto di essere protetto dall'inflazione e di ricevere un giusto interesse come corrispettivo del denaro affidato alla banca; e ciò al fine di preservare il suo potere di acquisto.

²⁰ E' la frode perpetuata nei confronti di una o più parti di un contratto stipulato facendo affidamento sull'ignoranza. Esistono vari tipi di contratto considerati *gharar*;

(irragionevole incertezza), di *maysir* (speculazione) e di *harām*²¹ (comportamenti proibiti dal Corano). Se da un lato, insomma, l'Islam riconosce la libertà nell'attività imprenditoriale e negoziale, dall'altro indica i paletti entro cui tale libertà può essere esercitata.

3. Per meglio procedere ad esaminare le possibili articolazioni di un controllo pubblico delle autorità di vigilanza sulle banche islamiche, si rende ora necessario presentare dei cenni sui profili di rischio cui le istituzioni finanziarie islamiche possono andare incontro, a causa della struttura organizzativa e delle loro intrinseche caratteristiche.

Il presente lavoro, beninteso, non si propone di raggiungere l'arduo obiettivo di inquadrare correttamente e compiutamente tutti i rischi, economicamente rilevanti, nella finanza islamica. Sul punto si rinvia a studi di natura prettamente economica ed econometrica, già in parte avviati e comunque in continua progressione, che esulano dall'oggetto principale del presente contributo²².

tra i principali si possono citare: a) la vendita di beni che il venditore è incapace di consegnare; b) la vendita di beni senza una precisa descrizione, così come un negoziante vende vestiti di taglia imprecisata; c) la vendita di beni senza un prezzo evidenziato; d) un contratto stipulato sulla base di una scadenza imprecisata; e) la vendita di beni sulla base di false descrizioni; f) la vendita di beni senza permettere al compratore di esaminare le merci. La proibizione del *gharar* e del *maysir* implica che ogni transazione o contratto deve essere libero da ogni forma di rischio o incertezza. E', inoltre, da notare che, mentre la proibizione del *ribā'* è assoluta, il *gharar* è vietato solo se rilevante.

²¹ Tra le attività ritenute *harām* dal Corano rientrano quelle legate alla produzione e commercializzazione di tabacco, pornografia, armi, alcol, carne suina e gioco d'azzardo.

²² Si rinvia, in particolare, a BANCA D'ITALIA, *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, op. cit., p. 25; HABIB A., *A microeconomic model of an Islamic bank*, Islamic Development Bank, 2002; SUNDARAJAN V. - ERRICO L., *Islamic Financial Institutions and Products in the Global Financial System: Key Issues in Risk Management and Challenges Ahead*, in *IMF Working paper*, n. 192, 2002; AHMED H. - KHAN T., in *Handbook of Islamic Banking*, a cura di M. Kabir Hassan e M. K.

In ogni caso, non si può prescindere dal compiere le seguenti considerazioni.

Uno dei cardini dell'attività caratteristica delle banche islamiche è costituito dal sistema PLS, basato appunto sulla compartecipazione sulla fiducia e sulla condivisione dei profitti e delle perdite tra finanziatore e finanziato. Evidentemente, un tale sistema, se da una parte potrebbe condurre ad una maggiore responsabilizzazione degli intermediari nell'effettuare investimenti di maggiore qualità e livello, dall'altra parrebbe esporre l'intero sistema creditizio musulmano a non poche distorsioni, e principalmente al fondato rischio che – poiché l'ammontare dei profitti in prima battuta è noto al solo imprenditore finanziato – la banca erogatrice si troverebbe nell'impossibilità di conoscere detti importi e, quindi, in una asimmetria informativa tale da rendere possibile il *moral hazard*, nonostante lo zelo religioso e la fiducia reciproca tra le controparti.

In secondo luogo, inoltre, visto che le proporzioni di guadagno sono stabilite contrattualmente *ex ante*, è agevole dedurre che un'altra deviazione patologica del sistema potrebbe essere rappresentata dal disinteresse e dalla negligenza del *management* dell'impresa finanziata nel gestire e far fruttificare il progetto finanziato. Il tutto, tenendo sempre presente anche i contesti dei Paesi in via di sviluppo in cui maggiormente ha trovato terreno fertile la finanza islamica.

Premesso ciò a livello metodologico generale, sembrerebbe agevole notare come, seguendo la tradizionale distinzione per tipo-

logia di rischio, il sistema dell'*islamic banking* non sia del tutto esente da vizi e contraddizioni.

In primis, il rischio di credito²³, ad una sommaria analisi, parrebbe non sussistere nei depositi di investimento (ad es. nei contratti di *mudārabah* o di *mushārah*) praticati dalle banche islamiche (a differenza dei depositi a vista), laddove l'istituto di credito non offre particolari garanzie, impegnandosi meramente a condividere con il soggetto depositante i frutti della gestione del risparmio. Una tale convinzione, a ben vedere, porterebbe ad un disincentivo per gli uffici della banca a monitorare l'impresa finanziata, con evidenti rischi di abusi e di *moral hazard* da parte di questa. Invero, è proprio a questo punto che emerge una esigenza, maggiore per le banche islamiche rispetto a quelle convenzionali, di controllare i soggetti affidati, per ridurre le asimmetrie informative e, così, riuscire a conoscere effettivamente l'esatto ammontare dei profitti scaturiti dal progetto finanziato²⁴. Una tale attività di monitoraggio, come è agevole intuire, richiede un notevole sostegno nell'amministrazione tributaria statale, il che va spesso a confliggere con sistemi fiscali poco strutturati presenti nei Paesi in via di sviluppo nei quali ha maggiormente preso piede la finanza islamica. Così come è da notare che i principi contabili nazionali e/o internazionali (IAS/IFRS, US GAPP) non sono ancora adatti a carpire le specificità operative del modello musulmano.

²³ Si può definire il rischio di credito come il rischio di non ricevere nel tempo dovuto il flusso di cassa se il debitore ritarda il pagamento degli interessi o di perdere completamente il capitale prestato se il debitore fallisce.

²⁴ D'altro canto, il fatto che la banca assuma allo stesso tempo il ruolo di gestore di fondi del depositante e di gestore dei propri rischi di *business* (con possibilità di trasferimento ai depositanti di una parte di essi) potrebbe creare, anche in questo ulteriore caso, potenziali meccanismi di *moral hazard* (ossia incentivi da parte della banca di assumersi rischi senza adeguati mezzi di capitale). Di qui l'esigenza sempre maggiore di avere meccanismi di *governance* e di trasparenza anche più efficaci di quelli convenzionali per evitare di incorrere nel rischio reputazionale.

Se poi si va a soffermare l'attenzione su istituti quali quello del *murābahah* e dell'*īğārah*, e quindi non-PLS del c.d. credito a *mark-up*²⁵, si può notare come il guadagno della banca consiste nel premio (*mark-up*) pagato o in unica soluzione differita o a rate dal cliente per conto del quale l'intermediario ha acquistato il bene all'inizio del rapporto contrattuale, rendendone immediatamente disponibile l'uso. Emerge agevolmente che, atteso il lasso di tempo (spesso lungo) intercorrente tra l'acquisto iniziale del bene ed il suo integrale rimborso, oltre ad uno specifico rischio di *mark-up*²⁶, l'intermediario incorre nel c.d. rischio *commodity*, facendosi carico dei problemi connessi alla conduzione del bene ed alle oscillazioni del suo valore di mercato.

Giova ribadire, al riguardo, che ad aggravare la situazione vi sono due profili da non dimenticare: il primo attiene al divieto imposto alle banche islamiche dalla legge coranica di non poter usufruire delle tecniche convenzionali di copertura finanziaria offerte dagli strumenti derivati e dai titoli strutturati (anche se, di recente, sono in corso nuove sofisticate elaborazioni per ridurre tale limite, anche alla luce del fatto che nella prassi si sono sviluppate delle clausole contrattuali che hanno riprodotto sostanzialmente gli effetti di un contratto derivato); il secondo riguarda lo scarso uso ammesso dagli *sharī'ah-boards* di fare uso del *collateral*, ossia delle garanzie (anche a tal proposito si assiste ad un fermento interno al *risk management* della finanza islamica)²⁷.

²⁵ Sono questi i canali di finanziamento di gran lunga più diffusi nella prassi operativa della finanza islamica.

²⁶ Il rischio di *mark-up*, in buona sostanza, equivale al rischio tasso di interesse fronteggiato dagli intermediari convenzionali.

²⁷ Il fatto che non sia permesso un uso sistematico di collateral e di altre garanzie pone la problematica di avere un sistema legale efficace che garantisca all'istituzione bancaria islamica la certezza della possibilità di dare esecuzione ai contratti finanziari, attenuando così potenziali rischi di *moral hazard*.

Continuando nella panoramica e senza voler trascurare la presenza di un rischio *equity*²⁸ e di un rischio operativo²⁹, risulta opportuno notare come le istituzioni finanziarie islamiche sono esposte ad altre tre tipologie di rischio molto rilevanti: il rischio di recesso, il rischio legale e quello di liquidità.

Quanto al primo, è agevole notare come la maggiore volatilità della raccolta di risparmio, dovuta principalmente all'assenza di un saggio di remunerazione e alla variabilità del rischio per il depositante che non ha neanche la garanzia della restituzione di quanto depositato, rende le banche islamiche più esposte di quelle convenzionali alla c.d. "corsa agli sportelli" ed al c.d. "effetto domino"³⁰.

²⁸ Tale forma di rischio è legata all'andamento dei mercati azionari e rileva per la consistente presenza di titoli azionari nell'attivo delle banche islamiche, come in quello delle banche convenzionali, sia a titolo di investimento che di finanziamento.

²⁹ Il rischio operativo è il rischio di incorrere in perdite o in costi aggiuntivi a causa di malfunzionamenti legati alla tecnologia operativa, alla sicurezza dei sistemi interni, al mancato rispetto dei regolamenti, a frodi e a carenze nei controlli interni. Tale fattispecie di rischio può risultare accentuata, nel caso della finanza islamica, dall'elevata complessità gestionale implicata dal criterio di PLS. Inoltre, la scarsità di standardizzazione contrattuale riscontrata nell'*islamic banking* può ostacolare la semplificazione delle procedure di *risk management* e di controllo interno e la tracciabilità delle singole operazioni. La carenza di *software* gestionali adeguati alle esigenze degli intermediari islamici, soggetti ancora relativamente nuovi sul mercato delle tecnologie finanziarie e contabili, può altresì complicare il tentativo di migliorare gli *standard* gestionali interni.

³⁰ Sul punto, cfr. BANCA D'ITALIA, *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, op. cit., p. 29, secondo la quale "nella prassi operativa i conti correnti (depositi a vista) non sono remunerati: il premio per il depositante consiste nell'usufruire del connesso servizio di custodia della liquidità. Nel caso dei depositi a termine la remunerazione consiste nella partecipazione agli utili bancari, in proporzione alla consistenza dei depositi. Nel settore convenzionale la competizione tra banche sul fronte della raccolta comporta una convergenza dei tassi di interesse applicati ai depositi, che a sua volta conduce a una stabilizzazione delle quote di mercato detenute dai singoli intermediari. In un sistema bancario islamico informato al principio del PLS, la concorrenza dovrebbe condurre a convergenza sul profitto medio corrisposto alle quote partecipative. La convergenza di tali quote non è scontata, anche perché a differenza dei tassi di interesse esse non sono in genere modificabili nel corso della relazione contrattuale". Ciò con possibile rischio di incorrere nel *displaced commercial risk*, consistente nel rischio che la banca islamica sia costretta a rinunciare alla sua quota di profitti stabilita *ex ante* nel contratto PLS per pagare all'investitore un rendimento "competitivo", anche maggiore di quanto la quota nel progetto finanziato tramite PLS implicherebbe; la banca rinuncia alla sua

Una menzione speciale merita, inoltre, il rischio legale, denominato nella fattispecie anche *sharī'ah compliance risk*³¹, proprio perché attinente al rispetto dei principi della legge coranica e alla necessità di osservare le evoluzioni della sua giurisprudenza, sotto il controllo dello *sharī'ah board* interno a ciascuna istituzione finanziaria e dello *Sharī'ah Supervisory Board*.

Al riguardo notevoli sono le problematiche che possono emergere e che di seguito si accennano rapidamente.

Innanzitutto, può paventarsi un problema di reputazione della banca nell'ipotesi, per giunta non molto remota, del conflitto di opinione tra i giuristi del *board* interno e quelli dello *Sharī'ah Supervisory Board* o di altre scuole islamiche. In merito, come agevolmente si può intuire, è necessario procedere ad una scelta puntuale ed attenta dei consulenti giuridici interni dell'intermediario, nonostante l'oggettiva scarsità di tali esperti, che attualmente costituisce un forte limite all'innovazione finanziaria dei prodotti *sharī'ah-compliant*.

Inoltre, non è secondario il vivo problema del controllo dell'evoluzione del corpo giurisprudenziale islamico, le cui *fatawā* possono incidere significativamente sull'ammissibilità o meno di operazioni finanziarie, così come non è da tenere in disparte il pro-

quota di profitto per sostenere il confronto con la concorrenza e pagare una quota di profitto maggiore all'investitore, così da disincentivarne il passaggio a intermediari più remunerativi.

³¹ Al riguardo, cfr. DELORENZO S.Y.T., *Shari'ah Compliance Risk*, op. cit., p. 397, secondo cui espressamente “*shari'ah compliance risk is the possibility that a financial service or product is not or will not be in compliance with established shari'ah principles and standards. Financial products and services designed especially for the Islamic financial marketplace are distinguished from their conventional counterparts by their compliance with Shari'ah precepts and principles. (...) In the hierarchy of risks established for modern financial institutions, Shari'ah compliance risk may be considered a form of operational and regulatory risk*”. Sul rischio legale, per approfondimenti, cfr. McCORMICK R., *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford, 2010, nonché il *workshop* internazionale organizzato nell'ambito del corso *Advanced Law for Economics*, Sapienza Università di Roma, Facoltà di Economia, 25 novembre 2011, dal titolo *Legal Risk and Compliance in Financial Regulation*.

blema della conciliabilità della illiceità religiosa di una condotta finanziaria (secondo il diritto musulmano) e la validità giuridica del contratto, non solo nell'ordinamento interno ma anche in raccordo con i sistemi di *civil law* e di *common law*.

Così come, in terzo luogo, *quid iuris* nel caso in cui un soggetto, residente in uno Stato non fondato sulla legge coranica e finanziato da un intermediario islamico, successivamente all'apprensione del denaro iniziasse ad adottare dei comportamenti in contrasto con la *sharī'ah* ma legittimi secondo il diritto interno del Paese ospitante?

Oltre a quello legale, altra indubbia criticità del sistema finanziario musulmano è rappresentata dal rischio liquidità³², proprio per la mancanza di un consolidato mercato monetario *sharī'ah-compliant*, che riduce o addirittura blocca agli intermediari islamici le vie di accesso al mercato internazionale della liquidità. Di recente, per far fronte a tale non trascurabile problema³³, le esigenze operative e l'iniziativa privata hanno portato al consolidamento di prassi per il rifinanziamento delle banche coraniche basate sullo strumento del *murābahah* con un bene reale sottostante ed alla costituzione di mercati interbancari islamici regolamentati³⁴.

³² Il rischio liquidità è il rischio di non riuscire a rispettare nel tempo dovuto gli obblighi contrattuali per la difficoltà di procurarsi denaro liquido. È influenzato soprattutto dal merito creditizio dell'intermediario, dalle condizioni macroeconomiche, dal funzionamento del sistema dei pagamenti, dallo stato del mercato interbancario. Si è soliti distinguere tra il *funding liquidity risk* ed il *market liquidity risk*, a seconda che la difficoltà/impossibilità di ottenere liquidità dipenda, rispettivamente, dall'incapacità di reperire finanziamenti sul mercato interbancario ovvero dalla poca o scarsa qualità del mercato della liquidità e/o dalla non facilità della relativa contrattazione.

³³ Problema che oggi sembra essere poco rilevante per le enormi disponibilità liquide provenienti dalle risorse petrolifere dei Paesi del Golfo, ma che, in passato, soprattutto in Turchia, ha determinato la sofferenza di alcune banche islamiche e la bancarotta di una di esse; sul punto, cfr. MOODY'S, *Global Credit Research*, in *Risk Issues at Islamic Financial Institutions*, 2008.

³⁴ Nonostante alcuni esperimenti regionali – come ad esempio l'*Islamic Interbank Money Market* istituito nel 1994 in Malesia e il *Liquidity Management Centre* nato in

Le superiori considerazioni attinenti ai possibili rischi degli intermediari in parola indurrebbero a sollevare non pochi dubbi in ordine alla stabilità ed alla trasparenza dell'intero sistema bancario islamico³⁵.

Ovviamente un tale discorso trova contezza se riferito alle implicazioni relative alla stabilità ed alla trasparenza di intermediari musulmani operanti in un sistema bancario e finanziario convenzionale, non avendo senso parlare di ciò con riguardo a Stati con economie completamente islamizzate, come ad esempio l'Iran ed il Sudan, dove anche la *supervision* è modellata secondo i precetti del Corano.

Così come il discorso della stabilità e della trasparenza di tali enti e delle ricadute sui sistemi finanziari occidentali, certamente opportuno e necessario, ha senso in misura direttamente proporzionale all'aumento della percentuale di incidenza degli intermediari finanziari musulmani presenti in quei mercati. Se, infatti, l'incidenza è alquanto scarsa, come è agevole comprendere, l'impatto del *default* di un singolo intermediario sul sistema sarebbe talmente basso

Bahrein nel 2002 – si è ancora lontani dallo sviluppo di un mercato interbancario liquido ed efficiente, ed anche il mercato dei *sukūk* è poco liquido a causa dell'assenza di un mercato secondario sviluppato. In tale ambito un ruolo rilevante è stato storicamente svolto dalla piazza finanziaria di Londra. Infatti, sin dal 1980, molte banche islamiche – vista la mancanza di mercati interbancari domestici che offrissero strumenti adatti alla gestione della liquidità – iniziarono a rivolgersi alle banche convenzionali con sede a Londra, data l'esperienza finanziaria di queste ultime, per reperire strumenti adatti alla gestione della liquidità bancaria. Londra risulta tuttora una sede di primo piano per le operazioni interbancarie *sharī'ah-compliant*, alla quale si sono aggiunti i principali mercati emergenti del settore (soprattutto Malaysia, UAE e Bahrein). Per approfondimenti al riguardo, cfr. BANCA D'ITALIA, *Finanza islamica e sistemi finanziari convenzionali. Tendenze di mercato, profili di supervisione e implicazioni per le attività di banca centrale*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, op. cit., p. 55.

³⁵ Cfr. DONATO L. – FRENI M.A., *Attività bancaria islamica e controlli di vigilanza*, in *La banca islamica e la disciplina bancaria*, 2006; CHAPRA M.U. – KHAN T., *Regulation and Supervision of Islamic Banking*, Islamic Development Bank – Islamic Research and Training Institute, 2000.

da non incidere affatto o comunque molto poco sull'impianto complessivo.

Non sono molti gli studi condotti principalmente dagli economisti e relativi soprattutto alla stabilità delle banche islamiche; altri sono tuttora in corso.

A seguito di un lavoro, condotto di recente con lo scrupolo dell'analisi econometrica dal Fondo Monetario Internazionale³⁶, e dei relativi riscontri empirici, è emerso che le banche islamiche di piccola dimensione sono significativamente meno rischiose delle controparti tradizionali di simile dimensione, mentre le banche islamiche più grandi sono significativamente più rischiose delle controparti tradizionali³⁷.

4. Sulla base di quanto è emerso dalla superiore breve trattazione della questione e volendo provare a stendere qualche considerazione finale, è opportuno ribadire che il presente lavoro, lungi dall'aver ambiziose mire di completezza, costituisce un primo passo che non può concludersi in queste pagine, anche per l'evidente complessità e vastità di una materia, peraltro in continua evoluzione.

E' fuor di dubbio che, come si accennava nell'*incipit* di questo breve scritto, il fenomeno finanziario islamico ha sollecitato e continua a sollecitare l'interesse di studiosi ed analisti proprio per la sua particolare capacità di affrontare la diffusa crisi economica che ha costituito un importante banco di prova per gli strumenti *sharī'ah-compliant*.

³⁶ CHIÁK M. – HESSE H., *Islamic Banks and Financial Stability: An Empirical Analysis*, International Monetary Fund, 2008.

³⁷ Nello studio si considerano banche "grandi" quelle con un totale attivo maggiore di un miliardo di dollari USA.

Le connotazioni etico-religiose dei prodotti dell'offerta dell'*islamic banking* non sono da trascurare, anche per quei riflessi in termini di equità e di utilità sociale che vanno salutati con favore nell'ottica complessiva del sistema.

Sulla base di quanto finora illustrato, non si può nascondere, peraltro, che gli intermediari musulmani, pur non risultando più rischiosi delle controparti tradizionali (quanto meno per quelli di minore dimensione, secondo l'analisi econometrica condotta dal Fondo Monetario Internazionale sopra citata), presentano delle peculiarità tecniche e delle criticità tali da far emergere dei diversi rischi finanziari e da comportare una maggiore complessità di *governance*. Anche se non si può del tutto negare che alcune recenti prassi stanno indirizzando il sistema della finanza islamica sempre più verso segmenti di operatività tipici delle banche convenzionali.

E' emerso, inoltre, come siano maggiormente competitive le banche musulmane di ridotte dimensioni; e ciò, principalmente, perché una struttura più piccola consente meglio di controllare la gestione e l'operatività complessive dell'impresa, nonché di ridurre i rischi connessi al difficile monitoraggio dei soggetti finanziati, così evitando di far emergere gli effetti negativi dovuti ad un *management* non sempre accorto.

Una tale consapevolezza costituisce già un'importante base di partenza per poter costruire un sistema di regolamentazione e di vigilanza adeguato ed efficace.

Ed infatti, la maggiore complessità operativa delle banche islamiche più grandi, se rilevante e non gestita in modo opportuno, oltre a cagionare una inefficienza per il singolo ente, inevitabilmente costituisce un elemento di instabilità per l'intero sistema finanziario, con ricadute sui mercati transnazionali.

E' difficile prevedere in che modo e con quale intensità la finanza islamica sarà capace di espandersi nel mondo occidentale.

Molto dipenderà dal ruolo che verrà riconosciuto al fattore religioso. Nel senso che, se questo prevarrà sull'interesse economico, sarà sempre più arduo procedere a quella doverosa operazione di armonizzazione e di standardizzazione, che rappresenta un obiettivo prioritario ed oggettivo per garantire un sicuro sviluppo degli strumenti finanziari *sharī'ah-compliant*.

Solo la promozione e l'implementazione di percorsi comuni, condivisi tra le istituzioni musulmane e coordinati con quelli occidentali, potrà condurre ad una più efficace interazione tra i due sistemi bancari ed ad una capillare diffusione dei prodotti di entrambe le tipologie. E ciò certamente in sede di autoregolamentazione, ma anche e soprattutto su impulso delle autorità di *supervision* a ciò preposte che giocheranno un ruolo di primario ordine nella partita, soprattutto nella fase iniziale.

Un'armonizzazione ed una standardizzazione che dovranno necessariamente riguardare non soltanto la struttura economica e le condizioni giuridiche generali dei prodotti e degli strumenti offerti alla clientela, ma anche tutti quei profili che ancora presentano delle criticità nell'infrastruttura finanziaria musulmana, come appunto la scarsa evoluzione tecnologica delle applicazioni informatiche e delle procedure, nonché il poco sviluppato *risk management* con tutte le sue specifiche implicazioni in ordine allo *sharī'ah compliance risk* ed al controllo di una giurisprudenza disomogenea e spesso altalenante tra posizioni molto lontane a causa delle diverse scuole coraniche, che dovrà necessariamente imboccare la strada maestra dell'uniformità per dare man forte allo sviluppo dell'*islamic finance*.

Un'armonizzazione che dovrà, altresì, spaziare dal campo con-

tabile, per il quale si rende sempre più urgente l'adozione di criteri univoci e standardizzati, alla puntuale determinazione dell'adeguatezza patrimoniale degli intermediari islamici, fino al campo più scottante della politica monetaria e della gestione della liquidità con le relative procedure di regolamento e compensazione, laddove davvero non si può temporeggiare molto se si vuole consentire alle banche ispirate ai principi coranici di integrarsi a pieno titolo nel circuito finanziario mondiale.

Ed ancora, al fine di attrarre clienti ed investitori non musulmani e di conseguire una sempre più adeguata credibilità sui mercati finanziari globali, una delle più importanti sfide strategiche del sistema islamico è costituita dalla regolamentazione della trasparenza e della correttezza, ancora non affrontata compiutamente dagli organismi internazionali, con tutte le correlate implicazioni in ordine alla normativa antiriciclaggio. Senza, peraltro, trascurare i profili *anti-trust*, finora poco considerati anche a livello teorico.

Alla luce di quanto finora esposto, conclusivamente, si può affermare che la mancanza di un'adeguata e completa standardizzazione rappresenta forse la principale causa che ostacola l'espansione di un settore troppo intriso di una incertezza giuridica di fondo, dovuta sostanzialmente al grosso peso del fattore religioso.

In assenza di una radicale svolta in tale direzione, nonostante le non secondarie potenzialità economiche e le caratteristiche finalità etico-sociali dei prodotti *sharī'ah-compliant*, si correrà il fondato rischio che la finanza islamica rimarrà attiva soltanto su un segmento di mercato territorialmente delimitato (quale è quello in cui già sostanzialmente è operativa), con modeste implicazioni per il sistema economico generale e con il risultato di una mancata opportunità colta dai risparmiatori e dagli investitori di tutto il mondo finanzia-

rio.

Michele Miraglia

Dottorando di ricerca in diritto dell'economia
nell'Università La Sapienza di Roma

PARTE SECONDA

I

CORTE DI CASSAZIONE

23 marzo 2011, n. 6681

Responsabilità civile – Vigilanza sull’attività di intermediazione finanziaria – Responsabilità civile della Consob per omessa o carente vigilanza – Osservanza della norma primaria del *neminem laedere* - Principi di legalità imparzialità e buona amministrazione di cui all’art. 97 Cost., in correlazione con l’art. 47 Cost., quali limiti esterni all’attività discrezionale della Consob.

*L’attività della Consob, configurata quale ente pubblico di garanzia di controllo e vigilanza sul mercato dei valori mobiliari e sulla raccolta finanziaria del risparmio, deve svolgersi nei limiti e con l’esercizio dei poteri previsti dalle leggi speciali che la istituiscono, ma anche della norma primaria del *neminem laedere*.*

I principi di legalità, imparzialità e buona amministrazione dettati dall’art. 97 Cost., in correlazione con l’art. 47 Cost., prima parte, si pongono come limiti esterni alla sua attività discrezionale, e pertanto la Consob è tenuta a subire le conseguenze stabilite dall’art. 2043 c.c. Al riguardo, l’illecito civile segue le comuni regole del codice civile anche per quanto concerne la imputabilità soggettiva, la

causalità, l'evento di danno e la sua quantificazione.

(artt. 47, 97 Cost.; art. 2043 c.c.; l. n. 1 del 1991)

La Corte Suprema di Cassazione, sezione terza civile, composta dagli ill.mi sigg.ri magistrati:

Dott. MORELLI Mario Rosario - Presidente

Dott. PETTI Giovanni Battista - rel. Consigliere

Dott. AMENDOLA Adelaide - Consigliere

Dott. GIACALONE Giovanni - Consigliere

Dott. DE STEFANO Franco - Consigliere

ha pronunciato la seguente:

SENTENZA

sul ricorso 820/2009 proposto da Consob – Commissione nazionale per le società e la borsa (*omissis*), in persona del Presidente prof. C.L., elettivamente domiciliata in Roma, via Barnaba Oriani, 32, presso lo studio dell'avvocato Zaccheo Massimo, che la rappresenta e difende unitamente all'avvocato Pedersoli Antonio giusta procura speciale del Dott. Notaio Livio Colizzi in Roma del 05/10/2009, Rep. n. 36765; - ricorrente - contro M.A. (*omissis*) - controricorrenti - e contro Co.Ma. (*omissis*); - intimati -

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

1. Con citazione notificata il 27 gennaio 1997 il sig. B. G. ed altri centoventinove risparmiatori convenivano dinanzi al Tribunale di Roma la Commissione Nazionale per la società e la borsa - *breviter* Consob - chiedendone la condanna, a titolo di responsabilità aquiliana

ai sensi dello art. 2043 c.c., per il risarcimento dei danni per la perdita totale degli investimenti effettuati su sollecitazione della «SFA – Società Servizi finanziari amministrativi» dal luglio 1990 e fino al novembre 1992, e della SFA commissionaria s.r.l. dal marzo 1990 al maggio 1992. Si costituiva la Consob e contestava il fondamento delle pretese. Nel corso del giudizio intervenivano altri risparmiatori nell'interesse proprio.

2. Il Tribunale di Roma con sentenza del 26 luglio 2004 rigettava tutte le domande proposte dai risparmiatori intervenuti in quanto prive di autonome conclusioni verso la Consob, accoglieva invece le domande di tutti gli attori - con la eccezione di quella di I. S. per difetto di prova - ritenendo che la Commissione non avesse operato con diligenza e la condannava al risarcimento integrale dei danni ed alle spese di lite.

3. Contro la decisione proponeva appello la Consob chiedendo previamente la sospensione della efficacia esecutiva e nel merito il rigetto delle domande; anche i risparmiatori intervenuti nel giudizio di primo grado proponevano impugnazione ed i due gruppi di parti impugnanti, contrassegnati dai numeri di ruolo 10134 del 2004 e 6277 del 2005 davano luogo a procedure che venivano riunite a quella contrassegnata dal n. 820 del 2009.

4. La Corte di appello, sulle conclusioni rassegnate dalle varie parti, con sentenza del 17 novembre 2007, così decideva: «dispone la separazione delle cause riunite a quella del 2009 n. 820 considerata ai fini della decisione; dichiara inammissibile la Costituzione in appello

di I.S. compensando le spese del grado con la Consob; rigetta lo appello incidentale proposto da D.B.O. e lo condanna alla rifusione delle spese del grado in favore della Consob; rigetta lo appello della Consob nei confronti degli altri appellati e la condanna alla rifusione delle spese del grado.

Contro la decisione ricorre la Consob proponendo sette motivi di censura; resistono BE. Fa., ed altri sette con unico controricorso. La parte ricorrente ha prodotto memoria.

MOTIVI DELLA DECISIONE

5. Per chiarezza espositiva si darà dapprima una sintesi dei motivi della parte ricorrente, ed a seguire una loro analisi valutativa, tenendo conto anche delle considerazioni rassegnate nel controricorso.

C.A. Sintesi dei motivi del ricorso Consob.

5.1. Nel primo motivo si deduce *error in iudicando* per la violazione degli artt. 101, 121 e 156 c.p.c., e del diritto della difesa, in relazione allo art. 360 c.p.c., n. 2.

La censura si incentra sul punto in cui la Corte di appello ha confermato la decisione del Tribunale che ha ritenuto di non dover tenere conto dei rilievi contenuti nella consulenza tecnica di parte della Consob per la ragione che le risultanze di detta consulenza non hanno formato oggetto di contraddittorio in quanto trasfuse nella comparsa conclusionale di primo grado. Il quesito di diritto a ff. 21 e 22 ripete la censura nella forma della domanda retorica, che presuppone una risposta affermativa.

5.2. Nel secondo motivo si deduce *error in iudicando* per violazione dell'art.112 c.p.c., in relazione all'art. 360, n. 3 c.p.c. ed il vizio della motivazione in merito al fatto che la consulenza tecnica di parte conteneva delle osservazioni critiche alla relazione del Consulente di ufficio, meritevoli di essere considerate, e che la omessa considerazione delle critiche determina la violazione della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato. Il quesito a ff. 24 ripropone tale tesi, ma senza indicare o richiamare nel dettaglio le censure.

5.3. Nel terzo motivo si deduce *error in iudicando*, in relazione alla violazione o falsa applicazione della legge istitutiva della Consob n. 216 del 1974, artt. 3, 4 e 18-*quater*, con riferimento alla identificazione della condotta colposa efficiente della Consob, la quale, avendo rilasciato il 15 marzo 1989 la autorizzazione alla sollecitazione al pubblico risparmio, alla SFA distribuzione spa poi divenuta SFA SIM, avrebbe poi omesso di compiere la diligente vigilanza, anche quando risultò evidente che la società in questione faceva parte di un più vasto gruppo, ricollegatesi alla SFA distribuzione ed alla SFA Commissionaria, che svolgevano intermediazione finanziaria senza autorizzazione alcuna.

La tesi, illustrata nel quesito a ff. 26, è che sulla base delle tre norme richiamate tale controllo, successivo alla autorizzazione, non doveva essere compiuto.

5.4. Nel quarto motivo si deduce lo *error in iudicando* per la violazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, art. 3, in relazione all'art. 360 c.p.c., n. 3, ed il vizio della motivazione in ordine allo addebito secondo cui la Consob non esercitò diligentemente la attività di verifi-

ca prodromica al rilascio delle autorizzazioni, rilasciate il 21 dicembre 1991, avvalendosi di poteri di ispezione e di controllo. Il quesito sintetico a ff. 41 esprime la tesi secondo cui erroneamente la Corte di appello ha ampliato la *ratio legis* della norma invocata, assumendo che la Consob non aveva soltanto un potere di controllo meramente formale, e là dove ha ritenuto che potesse esercitare un potere di sospensione.

5.5. Nel quinto motivo si deduce ancora *error in iudicando* in relazione alla violazione delle norme del regolamento di attuazione della legge n. 1 del 1991, ed in particolare dell'art. 7 approvato con deliberazione 2 luglio 1991, n. 5386. La tesi, ribadita nel sintetico quesito a ff 46, è che la Corte avrebbe ampliato la portata della norma, nel punto in cui ha ritenuto che il controllo prodromico avesse una portata sostanziale anzichè formale e che in repressione potesse esistere un potere di sospensione per la Consob.

5.6. Nel sesto motivo si deduce il vizio della motivazione nel punto in cui la Corte di appello ritiene rilevante, ai fini della considerazione della condotta illecita, la tardiva sospensione di SFA sim e di Italia Finanziaria dell'Albo Sim dopo l'accertamento delle irregolarità riscontrate. Il motivo non contiene quesiti, ma si attarda a precisare come invece la Consob, attraverso una intensa attività ispettiva ed una sistematica denuncia alla autorità giudiziaria ebbe ad accertare le gravissime irregolarità di tutti gli ulteriori fatti riscontrati nel corso delle ispezioni. Ma a tale argomento se ne aggiunge a ff. 46 la solita clausola di esenzione, sostenendosi che comunque le ispezioni esulavano dallo ambito della competenza della Commissione medesima. Sempre

nel corpo del motivo si assume che il nuovo regime della legge n. 1 del 1991, implicava la possibilità di misure cautelari solo se le irregolarità anteriori alla entrata in vigore, continuavano anche dopo tale regime che aveva aumentato i poteri di controllo della Consob - come si legge a ff. 47 del ricorso.

5.7. Nel settimo motivo si deduce *error in iudicando* in relazione alla applicazione della clausola generale del *neminem laedere*, in relazione allo art. 360 c.p.c., n. 3, sul rilievo che nella fattispecie di illecito in esame, manca la prova che il danno lamentato dai risparmiatori fosse conseguenza immediata e diretta delle autorizzazioni rilasciate nei confronti della SFA Distribuzione e di Italia Fiduciaria.

6. Analisi critica dei motivi. Il primo motivo, che deduce un *error in iudicando* produttivo della violazione del contraddittorio sostanziale tra le parti è, nella sua formulazione e proposizione di quesito, inammissibile sotto vari profili: difetta di autosufficienza, posto che le ragioni critiche della relazione di parte non vengono in evidenza, rendendo impossibile a questa Corte di ricercarle altrove, e di specificità, posto che la allegazione tardiva della consulenza in sede di conclusioni era in lesione del diritto a contraddire delle altre parti. Non sussiste dunque alcuna violazione delle norme violate e la formulazione del motivo è incompleta e contraddittoria proprio con riguardo alle tesi propugnate nel quesito, come rilevato anche in sede di contro-ricorso.

Nel secondo motivo si deduce invece una palese violazione del principio della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato in relazione alla mancata considerazione delle critiche del consulente di par-

te della Consob. La inammissibilità del motivo discende dalla preclusione processuale che precede, non senza rilevarne la manifesta infondatezza, sul rilievo che per costante giurisprudenza di questa Corte la consulenza di parte costituisce semplice allegazione difensiva di carattere tecnico e priva di valore probatorio, e dunque la valutazione del giudice di merito che ne prescinda, ma che sia coerente al raccolto probatorio, non contiene alcuna violazione del principio primo della corrispondenza tra il chiesto e il pronunciato.

Nel terzo motivo si deduce *error in iudicando* con riferimento alla originaria normativa della legge n. 216 del 1974, sostenendosi nel relativo quesito, che non contiene il riferimento al successivo regolamento Consob del 1985, la tesi garantista del controllo meramente formale della Commissione nella raccolta delle informazioni relative al gruppo di appartenenza della società destinataria della autorizzazione, garanzia che impediva di vigilare successivamente sullo operato di tale gruppo.

Il motivo assume un ruolo centrale per lo esame del presente contenzioso, nel quale il fatto dannoso che si prospetta come illecito civile, secondo le regole di cui all'art. 2043, esige da un lato la precisazione dei termini temporali dell'illecito, ben delineati della citazione introduttiva, e d'altro lato lo accertamento di tutti gli elementi strutturali dell'illecito, tra cui quello della imputabilità per colpa lata, o della imputabilità soggettiva è quello che viene per primo dedotto nel motivo in esame come *error in iudicando*, sul rilievo che tale esigibilità di condotta virtuosa non sarebbe richiesta dalla legislazione istitutiva della Commissione come ente pubblico indipendente la cui funzione fondamentale è quella del controllo dei mercati di borsa cui si aggiunge con la novellazione della legge n. 1 del 1991, art. 1, lett.

f), e art. 3, commi 2 e 3, la funzione del controllo al momento del rilascio della autorizzazione alle società di intermediazione mobiliare con il rinvio per le norme di dettaglio al potere regolamentare della Consob. Funzione di proteggere la tutela del risparmio, in una correlazione costituzionalmente orientata dagli artt. 41 e 47 Cost..

Il motivo nella sua formulazione a ff. 26, appare inammissibile in relazione alla sua assoluta mancanza di collegamento tra le fattispecie dello illecito succedute nel tempo tra il 1990 e 1992 ma a carattere continuativo, di guisa che gli atti e le attività di impoverimento dei risparmiatori, evidenziano un illecito civile continuato e con effetti lesivi permanenti, tale da creare un danno ingiusto che in definitiva si appropria dell'intero risparmio versato senza alcun adempimento in tutto o in parte restitutorio da parte delle società finanziarie e loro collegate.

Il quesito tende a delimitare nel tempo la responsabilità della Commissione ma non la esclude per la durata della gestione del risparmio che entra sotto il vigore della legge nuova che conferisce poteri sostanziali di vigilanza e controllo, che esercita un potere precettivo che deve necessariamente operare nei confronti del soggetto sollecitato ed a tutela del soggetto sollecitato che è il risparmiatore.

Essendo inadeguata la formulazione del quesito, per la sua incompletezza in ordine alla delimitazione del fatto dannoso e della temporalizzazione della condotta soggettivamente imputabile, il motivo resta inammissibile ai sensi dello art. 366 bis c.p.c..

Nel quarto motivo si deduce *error in iudicando* in relazione alla novellazione del 1991 ed in relazione alla imputazione alla negligenza della Consob, che in data 27 dicembre 1991 concedeva alla SFA Distribuzione spa la autorizzazione ad esercitare la attività di interme-

diazione mobiliare e di gestione dei patrimoni, disponendone la iscrizione all'Albo delle Sim. Anche questo motivo è strumentale per lo esonero della Consob da imputazioni soggettive civili per colpa omisiva, ma tale tesi, formalmente garantista per lo organo di controllo, contrasta con la stessa legge di novellazione che accresce i poteri della Consob che non è soltanto organo di vigilanza del mercato dei valori, ma è anche organo di garanzia del risparmio pubblico e privato.

Sul punto il motivo non coglie la chiara *ratio decidendi* espressa dalla Corte di appello romana a ff. 7 ed 8 della motivazione, dove pone in evidenza lo elemento della continuità delle gestioni finanziarie sotto la nuova legge del 1991 e che ben poteva la Consob esercitare un efficiente controllo sulla onorabilità del plesso amministrativo della società autorizzanda, non rilevando la mancata produzione dei carichi pendenti a carico del Milano e non attivandosi a richiedere notizia sulla effettività della cessione delle quote di controllo e di nuova amministrazione coniugale. Tardivi appaiono, rispetto agli esiti delle ispezioni, i provvedimenti di sospensione delle società decotte ed insolventi rendendo totale la perdita di risparmi investiti fiduciarmente.

Il quesito del motivo a ff. 49 appare inammissibile per la incompletezza della sintesi di riferimento tra il fatto dannoso costituente danno ingiusto e condotta del soggetto agente da ritenersi non imputabile, malgrado la attribuzione di poteri istruttori, ispettivi ed inibitori, non tempestivamente esercitati per impedire la continua e ininterrotta espropriazione e distruzione dei risparmi sollecitati.

In conclusione né il quarto né il quinto motivo valgono ad elidere la imputabilità soggettiva della Commissione, per colpa grave e continuata.

Nel quinto motivo si deduce ancora l'*error in iudicando* per a-

vere i giudici del merito, applicando la richiamata normativa del 1991 e dell'art. 7 del regolamento di attuazione, valutato la illegittimità dell'atto autorizzatorio pur in presenza di verifiche ispettive e di ispezioni straordinarie negative - come rilevato ai ff. 7 ed 8 della sentenza di appello. Il quesito, così come formulato, è privo di decisività, in ordine alla interpretazione costituzionalmente orientata del provvedimento autorizzatorio, che non è di mero accertamento, ma di discrezionalità vincolata alla valutazione di requisiti sostanziali di affidabilità, onorabilità, trasparenza, di guisa che possono assumere rilievo impeditivo le eventuali irregolarità riscontrate a mezzo di procedura ispettiva ovvero sulla base della incompletezza della documentazione, al punto che ex post potrà disporsi la cancellazione dall'albo Sim. La valutazione dell'illecito come circostanziato appare dunque compiuta con un prudente apprezzamento delle prove, sia per la imputabilità soggettiva che per il danno evento che ne deriva, trattandosi di causalità giuridica da omissioni costituenti inadempimento di un obbligo di garanzia, data la rilevanza costituzionale del risparmio pubblico e privato (cfr. Cass. 3.3.2001, n. 3132).

Il sesto e il settimo motivo vengono in esame congiunto per la intrinseca connessione. Ed in vero il sesto motivo denuncia come vizio di motivazione lo accertamento della colpa negligente e colpevole, sostenendo la tesi della adozione di provvedimenti di sospensione cautelare e di cancellazione, mentre il settimo affronta finalmente il nodo dello illecito, ma limitandone la analisi allo aspetto decisamente complesso, che attiene al nesso di causalità che si vuole diretta e immediata, proponendosi tuttavia nel quesito, a ff. 68, un quesito diverso rispetto a tale argomento, insistendosi ancora una volta nella tesi della non imputabilità soggettiva della Consob.

Il quesito evidenzia la inammissibilità del motivo, per la mancata formulazione della fattispecie circostanziata dello illecito, in relazione alla quale il nesso di causalità attiene ad una condotta antiggiuridica e colposa da cui deriva un danno ingiusto al risparmiatore investitore. Vedi sul punto la concisa ma precisa argomentazione della Corte di appello sulla qualifica della condotta colposa efficiente della Consob.

Il principio di diritto che si ricava come *dictum* di nomofilachia da questa complessa ma istruttiva vicenda, è dunque il seguente: la attività della pubblica amministrazione, ed in particolare della Consob, ente pubblico di garanzia di controllo e vigilanza sul mercato dei valori mobiliari e sulla raccolta finanziaria del risparmio, deve svolgersi nei limiti e con lo esercizio dei poteri previsti dalle leggi speciali che la istituiscono, ma anche della norma primaria del *neminem laedere*, in considerazione dei principi di legalità imparzialità e buona amministrazione dettati dall'art. 97 Cost., in correlazione con l'art. 47 Cost., prima parte; pertanto la Consob è tenuta a subire le conseguenze stabilite dallo art. 2043 c.c. atteso che tali principi di garanzia si pongono come limiti esterni alla sua attività discrezionale, ancorchè il sindacato di questa rimanga precluso al giudice ordinario. L'illecito civile, per la sua struttura, segue le comuni regole del codice civile anche per quanto concerne la imputabilità soggettiva, la causalità, l'evento di danno e la sua quantificazione (cfr. Cass. 2001 n. 3132; 2001 n. 12672; 2003 n. 1191 e vedi Cass. S.U. 9 marzo 2007, n. 5396 sui poteri di controllo e di autonomia della Consob).

Al rigetto del ricorso segue la condanna della Consob alla rifusione delle spese del giudizio di cassazione, liquidate alle parti resistenti come in dispositivo.

P.Q.M.

Rigetta il ricorso e condanna la Consob in favore dei resistenti alle spese del giudizio, considerando la costituzione unitaria, in euro 15.000,00 di cui 1.600,00 per spese oltre accessori e spese generali come per legge.

**LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLA CONSOB
TRA LIMITAZIONE *EX LEGE*
E *OVERCOMPENSATION* GIURISPRUDENZIALE ***

1. Con la pronuncia in commento la Cassazione riprende il tema della responsabilità civile della Consob, quale autorità di controllo sul mercato finanziario¹, per omesso o negligente esercizio dei suoi poteri di vigilanza sugli intermediari abilitati alla prestazione dei servizi di investimento. Nel dettaglio, viene rigettato il ricorso proposto appunto dalla Consob avverso la sentenza della Corte di appello del 17 novembre 2007, che aveva confermato la condanna dell'autorità di vigilanza al risarcimento integrale dei danni subiti dai risparmiatori per la perdi-

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Sul tema, tra i commenti più recenti, v. G. ALPA, *La responsabilità extracontrattuale della Consob: alcuni problemi di metodo e di merito*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, 1, II, 90 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *La responsabilità civile della Consob*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 10-12, I, 695 ss.; G. CARRIERO, *La responsabilità civile delle autorità di vigilanza (in difesa del comma 6-bis dell'art. 24 della legge sulla tutela del risparmio)*, in *Foro it.*, 2008, 9, V, 221 ss.; C. CREA, *Omesso esercizio di poteri di vigilanza e di controllo: analisi sistematico-evolutiva della responsabilità della Consob (Nota a Trib. Roma 28 aprile 2008)*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, 7-9, II, 141 ss.; F. DURANTE, *Responsabilità per omessa vigilanza, "missione" della Consob e ruolo della giurisprudenza (Nota a Trib. Roma 28 aprile 2008, n. 7119 e Trib. Roma sez. II civ. 18 aprile 2007, n. 7856)*, in *Giur. mer.*, 2009, 3, 625 ss.; M. POTO, *Responsabilità della Consob: ancora irrisolto il problema relativo all'elemento soggettivo (Nota a Cass. sez. I civ. 25 febbraio 2009, n. 4587)*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, 9, 1798 ss.; D. SICLARI, *La limitazione della responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall'art. 24, comma 6-bis, della legge n. 262/05: un primo monito della Cassazione?*, in *Giur. it.*, 2009, 10, 2307 ss.; A. TUCCI, *Vigilanza sugli intermediari finanziari e responsabilità civile della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, 4, II, 486 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Il rapporto tra politica e tecnica. Le autorità di vertice*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2010, I, 230 ss.

ta totale degli investimenti effettuati su sollecitazione della SFA – Società Servizi finanziari amministrativi dal luglio 1990 e fino al novembre 1992, e della SFA commissionaria s.r.l. dal marzo 1990 al maggio 1992, condanna decisa dal Tribunale di Roma con sentenza del 26 luglio 2004².

2. La Cassazione inquadra innanzitutto la fattispecie di danno nel genere di causalità giuridica da omissioni costituenti inadempimento di un obbligo di garanzia, considerata la rilevanza costituzionale del risparmio pubblico e privato. A tal fine, oltre ai vari precedenti richiamati nella sentenza (fra cui, in particolare, Cass. n. 7531/2009³ e Cass., Sez. Un., n. 5396/2007), il giudice richiama la ben nota sentenza della Cassazione civile n. 3132 del 2001⁴, la quale aveva già chiarito che, ad esempio, una volta accertato che *ex actis* risultava la falsità di dati essenziali, la Consob aveva la potestà di intervenire con iniziative istruttorie, integrative, repressive su operazioni che *prima facie*

² Trib. di Roma, Sez. II, 26 luglio 2004, Giud. Lamorgese, A. ed altri c. Consob, annotata da A. PALMIERI - LMIEAPUTI, *Consob o polizza assicurativa (senza premio e massimale) per gli investitori?*, in *Danno e resp.*, 2005, 7, 773 ss.

³ Cass., Sez. III Civ., 27 marzo 2009, n. 7531, ove la Suprema Corte ha statuito che la P.A. è responsabile per i danni subiti dai risparmiatori che siano causalmente riconducibili alla violazione dei doveri di diligenza e correttezza nella vigilanza e nel controllo sulle società fiduciarie, trattandosi di doveri posti da norme di legge (artt. 2 della legge n. 1966 del 1939 e 3 del r.d. n. 531 del 1940) da interpretarsi alla luce dei valori costituzionali a tutela del risparmio e dei principi di imparzialità e buona amministrazione (artt. 41, commi 2 e 3, 47, comma 1, e 97, comma 1, Cost.) e costituenti limiti esterni alla sua attività discrezionale, che integrano la norma primaria del “*neminem laedere*” di cui all’art. 2043 c.c.: essa è pertanto tenuta a subire le conseguenze risarcitorie della propria condotta, la quale assume i connotati dell’illecito e provoca la lesione di diritti patrimoniali quando sia stata tardiva e comunque carente nell’adozione dei provvedimenti e delle iniziative anche di informazione che avrebbero potuto proteggere i risparmiatori dal pericolo della perdita delle somme investite (nella specie, la S.C. ha confermato la valutazione, effettuata dal giudice di merito, di “macroscopica colpa omissiva” nel comportamento del Ministero dell’industria per avere tardivamente adottato e pubblicato il provvedimento di revoca dell’autorizzazione all’esercizio dell’attività fiduciaria e per avere omesso di informare i risparmiatori sui rischi connessi alla situazione patrimoniale e gestionale della società).

⁴ Cass., 3 marzo 2001, n. 3132, sulla quale v., *ex multis*, A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, 1, II, 19 ss.; R. CARANTA, *Responsabilità della Consob per mancata vigilanza e futuri problemi di giurisdizione*, in *Resp. civ. prev.*, 2001, 3, 571 ss.

non fornivano un livello di veridica informazione, proprio configurando la Consob quale organo pubblico istituzionalmente preposto ad assicurare l'effettività di minimi *standards* informativi.

La stessa Cassazione n. 3132 del 2001 proseguiva affermando come, trattandosi di strumenti assegnati all'organo pubblico per l'esercizio di una funzione di vigilanza, «l'omissione di alcuna iniziativa funzionale allo scopo assegnato non può trovare esimente nell'appartenenza anche di tale omissione all'ambito della funzione stessa, tal funzione avendo oltre i noti limiti esterni della imparzialità, correttezza e buona amministrazione,⁵ il vincolo interno costituito dalla attivazione della vigilanza nell'interesse pubblico, quello che questa Corte ha già avuto occasione di definire come l'interesse alla trasparenza del mercato dei valori mobiliari»⁶. Qualunque interpretazione di natura diversa contrasterebbe irrimediabilmente «anche con la razionalità del sistema di garanzie perseguite con la istituzione della Consob. Ed infatti, ipotizzare che l'intero procedimento di comunicazione di dati, di allegazione di documentazione e di pubblicazione del prospetto riassuntivo fosse stato ideato al solo fine di consentire una programmata pubblicità della operazione ed affermare che in tal quadro alla Consob spettasse solo di regolare-integrare i modi di pubblicizzazione, significherebbe ridurre il ruolo dell'Organo di garanzia a quello di un ufficio di deposito atti, con la ineluttabile conseguenza di veder attribuita ad un organo in tesi privo di alcun potere di controllo sulla veridicità degli atti il ruolo di pubblico promotore della genuinità degli atti quale dichiarata dagli interessati».

⁵ Cfr. Cass., Sez. Un., n. 500 del 1999, sulla quale v., per i riflessi sul ruolo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle Autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla "risarcibilità degli interessi legittimi"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, 1, II, 26 ss.

⁶ Cfr. Cass. n. 10976 del 1996.

L'omesso esercizio del potere di controllo che compete alla Consob all'interno dell'ordinamento giuridico dello stesso risulta quindi illecito, e qualora si riscontri la sussistenza di un nesso di causalità tra tale comportamento illegittimo e il danno sofferto dai risparmiatori e dagli investitori, la Consob può ben essere chiamata a risarcire il danno secondo i principi di diritto comune di cui all'art. 2043 c.c.

3. Il Giudice procede poi a qualificare il provvedimento di autorizzazione all'esercizio dell'attività della S.i.m. in termini non di mero accertamento, ma di discrezionalità vincolata alla valutazione di requisiti sostanziali di affidabilità, onorabilità, trasparenza: così ragionando, assumono rilievo impeditivo le eventuali irregolarità riscontrate in sede di ispezione ovvero per incompletezza della documentazione, sulla base delle quali la Consob avrebbe potuto (anzi, sarebbe stata tenuta a) disporre subito la cancellazione dall'albo delle S.i.m.

Con questo assunto il Giudice - onde giustificare la chiamata in responsabilità della Consob fondandola su un suo esteso potere discrezionale, rimesso in buona parte alla sua volontà, e non su un atto vincolato, che la Commissione si troverebbe obbligata ad emanare al ricorrere dei requisiti richiesti - appare tuttavia aver spostato troppo oltre le mitiche colonne d'Ercole l'orizzonte conosciuto in materia di provvedimenti di autorizzazione, sconfinando quasi in realtà, piuttosto, nel terreno delle concessioni⁷, caratterizzate, come noto, da una maggiore discrezionalità della P.A. sull'*an* e sul *quomodo* dei provve-

⁷ Per cui v., *ex multis*, M. D'ALBERTI, *Le concessioni amministrative (aspetti della contrattualità delle pubbliche amministrazioni)*, Napoli, 1981; ID., voce *Concessioni amministrative*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, VII.

dimenti⁸.

Come noto, l'autorizzazione amministrativa è quel provvedimento mediante il quale la pubblica amministrazione, nell'esercizio di un'attività discrezionale, provvede alla rimozione di un limite legale che si frappone all'esercizio dell'attività, di solito ad istanza dell'interessato⁹.

E' pur vero che in alcune ipotesi la giurisprudenza afferma che possano coesistere entrambi i tipi di discrezionalità. Ad esempio, in materia di accreditamento delle strutture sanitarie private, si ritiene che l'accREDITAMENTO concreti, allo stesso tempo, sia un atto di accertamento tecnico-discrezionale, per la parte in cui viene verificato il possesso, in capo alla struttura che ne faccia richiesta, dei requisiti ulteriori di qualificazione, sia una valutazione connotata da elementi di discrezionalità amministrativa, per la parte in cui viene ponderata la funzionalità della struttura rispetto alle scelte della programmazione sanitaria regionale, nell'ambito delle linee della programmazione nazionale¹⁰. L'atto di accreditamento, pertanto, viene configurato come un atto che, pur in presenza di caratteri di discrezionalità, insita negli atti di programmazione, assume un tipico valore autorizzatorio.

⁸ P. GASPARRI, voce *Autorizzazioni (dir. amm.)*, in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959, 514 ss.

⁹ Sull'autorizzazione amministrativa v., *ex multis*, O. RANELLETTI, *Teoria generale delle autorizzazioni e concessioni amministrative*, Roma – Firenze, Bocca, 1894; A. M. SANDULLI, *Notazioni in tema di provvedimenti autorizzativi*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1957, 784 ss.; G. VIGNOCCHI, *La natura giuridica dell'autorizzazione amministrative costitutive di rapporti giuridici fra l'amministrazione e i privati*, Milano, 1957; R. VILLATA, *Autorizzazioni amministrative ed iniziativa economica privata*, Milano, 1974; A. ORSI BATTAGLINI, voce *Autorizzazione amministrativa*, in *Dig. Disc. pubbl.*, Torino, 1987, II, 60; P. SALVATORE, voce *Autorizzazione*, in *Enc. giur.*, IV, 1; F. FRACCHIA, *Autorizzazione amministrativa e situazioni giuridiche soggettive*, Napoli, 1996; G. DELLA CANANEA, *Gli atti amministrativi generali*, Padova, 2000, 91.

¹⁰ V. così T.A.R. Campania, Salerno, Sez. I, 13 febbraio 2003, n. 5160. Al riguardo, si può ricordare come i requisiti ed il procedimento di accreditamento sono definiti dalle Regioni, in base a criteri generali ed uniformi, anche al fine di limitarne la discrezionalità valutativa ed assicurare che la scelta degli erogatori da accreditare non avvenga su basi meramente fiduciarie, ma secondo parametri obiettivi e trasparenti, previsti a livello statale con atto di indirizzo e coordinamento.

Tuttavia, una tale connotazione non può essere propria delle fattispecie autorizzatorie previste dal TUF, nella cui *ratio* non è inclusa alcuna finalità di programmazione del mercato¹¹.

Se è vero che, secondo l'impostazione di Giannini¹², la funzione dell'autorizzazione consiste nella situazione in cui si subordina la realizzazione degli interessi privati ad interessi pubblici, con il minimo sacrificio del privato, tuttavia nel caso del TUF sicuramente il procedimento autorizzatorio non è previsto in funzione di programmazione, quale strumento per ordinare l'attività di operatori a piani e programmi predefiniti, bensì in funzione di controllo, volto a riscontrare la rispondenza a regole predeterminate del contenuto del potere oggetto del procedimento.

Il rilascio dell'autorizzazione nel TUF risulta subordinato alla verifica di alcune condizioni oggettive e quindi, nell'ambito di tale regime autorizzatorio, si deve procedere, da parte della Consob, più che ad un'attività di valutazione caso per caso dell'interesse pubblico coinvolto, ad un'attività di accertamento dei requisiti previsti dallo stesso TUF, richiesti e predeterminati direttamente dalla legge in funzione di tutela degli stessi interessi pubblici coinvolti nel procedimento. E ciò anche sulla scia dell'evoluzione che si è notoriamente registrata con riguardo all'istituto dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, configurata in origine dalla legge bancaria del 1936 in termini di potere discrezionale della Banca d'Italia – chiamata a valutare non solo l'idoneità dei mezzi finanziari ma anche la rispondenza al

¹¹ Cfr., per tutti, i commenti in G. ALPA – PA EAPRIGLIONE, *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, I. Osserva al riguardo, più in generale, M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, 1, che “la logica di mercato, la stabilità e l'equilibrio delle imprese e la globalizzazione sono i pilastri su cui è fondata la costruzione ordinatoria della nuova realtà”.

¹² M.S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano, 1993, II, 614.

pubblico interesse¹³ – e poi, a seguito del recepimento della seconda direttiva comunitaria di coordinamento in materia e dopo l’emanazione del testo unico bancario di cui al d.lgs. n. 385 del 1993, in termini di attività di accertamento dei requisiti richiesti dalla legge, subordinatamente alla verifica delle previste condizioni oggettive¹⁴.

Pertanto, allargare la discrezionalità della Consob in sede di rilascio dell’autorizzazione¹⁵, pur dicendo che è in qualche modo vincolata¹⁶, appare qui meramente strumentale al fine di estenderne la corrispondente area di responsabilità.

4. A fronte di un orientamento della giurisprudenza sempre più rigoroso e severo nei confronti della Consob, occorre quindi chiedersi innanzitutto se non vi sia il rischio di un disincentivo per l’autorità di vigilanza con riguardo ad un esercizio proficuo ed incisivo dei propri poteri¹⁷: ciò ove si pensi che la Consob agisce, in definitiva, per assicurare il perseguimento di una serie di interessi pubblici la cui cura è stata ad essa assegnata dall’ordinamento.

Una tale preoccupazione emerge e va evidenziata pur nella convinzione¹⁸ che non possano essere tollerate a livello ordinamentale li-

¹³ Cfr. V. SPAGNUOLO VIGORITA, *Note sull’autorizzazione all’apertura di istituti di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I, 16.

¹⁴ Cfr. S. AMOROSINO, *Art. 14. Autorizzazione all’attività bancaria*, in F. CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, I, 118 ss.

¹⁵ Sul rilievo della “sana e prudente gestione” in sede di autorizzazione delle s.i.m. v. L. PISANI, *Art. 19. Autorizzazione*, in *Testo unico della finanza. Commentario* diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, I, 152.

¹⁶ Per il rapporto tra autorizzazione e discrezionalità amministrativa v., oltre alla classica voce di A. PIRAS, *Discrezionalità amministrativa*, in *Enc. dir.*, Milano, 1963, XIII, 3 ss., la monografia di D. DE PRETIS, *Valutazione amministrativa e discrezionalità tecnica*, Padova, 1995.

¹⁷ Su tale rischio v., ad esempio, M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, 51.

¹⁸ Cfr. D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, Padova, 2007, part. 404 ss. e ID., *La limitazione della responsabilità civile delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari recata dall’art. 24, comma 6-bis, della legge n. 262/05: un primo monito della Cassazione?*, cit., 2307 ss.

mitazioni generali di responsabilità a favore dell'autorità di vigilanza sui mercati finanziari ai soli atti e comportamenti caratterizzati da dolo e colpa grave, quale quella recata dall'art. 24, comma 6-*bis*, della legge n. 262 del 2005, come modificata dal d.lgs. n. 303 del 2006¹⁹ (che tuttavia non si applica alla fattispecie in esame *ratione temporis*), fra l'altro incostituzionale in quanto adottata dal Governo in carenza di apposita delega legislativa rilasciata dal Parlamento²⁰.

Ancora, la chiamata in giudizio della Consob di fronte ai continui dissesti finanziari, di piccole e grandi proporzioni, fa temere il rischio che si verifichi – parimenti a quanto registrato in ordine a taluni indirizzi giurisprudenziali in materia di responsabilità degli intermediari finanziari nei confronti degli investitori²¹ - una tendenza a favorire una sorta di «compensazione sociale» operata dal giudice a favore della parte debole, nelle forme di un intervento avente finalità redistributive, piuttosto che un'analisi obiettiva delle norme di diritto e delle relative condotte tenute dalle parti in lite²².

¹⁹ Come noto, l'art. 24, comma 6-*bis*, della legge n. 262 del 2005 (Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari), come aggiunto dall'art. 4, comma 3, del d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 (Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), ha stabilito che nell'esercizio delle proprie funzioni di controllo le Autorità indicate al comma 1 dello stesso articolo (la Banca d'Italia, la Consob, l'Isvap e la Covip) e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, i componenti dei loro organi nonché i loro dipendenti rispondono soltanto dei danni cagionati da atti o comportamenti posti in essere con dolo o colpa grave.

²⁰ V. in questi termini D. SICLARI, *Costituzione e autorità di vigilanza bancaria*, cit., 425 ss. Nella prima dottrina in materia si pronuncia adesivamente S. RUSCICA, voce *Colpa della P.A.*, in *Digesto Disc. pubbl.*, Agg., Torino, 2008, 203.

²¹ Il riferimento è, ad esempio, a Trib. Venezia, sez. dist. di Chioggia, ord. 24 novembre 2005, con nota di M. PELLEGRINI, *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale"*, in *Mondo bancario*, 2005, 6, 22 ss.; Trib. Ferrara, sentenza 28 settembre 2007, con nota di M. PELLEGRINI, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 171 ss.

²² Osserva al riguardo F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 53 ss., che "... si tralascia di considerare che, nel nostro ordinamento, è preclusa la possibilità al Giudice di disattendere *ad libitum* le indicazioni fissate dalla regolazione per "rendere giustizia" sulla base di convincimenti personali. Ed invero, a ben vedere, sottesa a siffatte decisioni appare la volontà di "traslare" sul soggetto

In sostanza, il giudice, nella definizione del giudizio, potrebbe essere tentato, in nome di un'equivocata attuazione della tutela del risparmio in tutte le sue forme come richiesta dall'art. 47 Cost., a proporre una soluzione della fattispecie in lite che non si basi su una rigorosa interpretazione giuridica dei fatti, ma che sia invece volta a realizzare una tutela sostanziale dell'investitore quale parte debole del rapporto²³. Nei casi in cui l'intermediario sia insolvente e gli investitori lamentino il danno consistente nella perdita dei propri risparmi investiti, la Consob diverrebbe pertanto una sorta di creditore sussidiario di ultima istanza²⁴.

Un tale rischio appare essere stato evitato, del resto, con l'indirizzo adottato dalle Sezioni Unite nel campo attiguo dei rimedi civilistici tra cliente e intermediario²⁵, ove si è esclusa l'applicabilità

abilitato gli effetti negativi del *default* dell'emittente; tant'è che, in alcuni casi estremi, si è addivenuti ad un paradossale giudizio di condanna del primo fondato inopinatamente su una presunzione di *solidarietà creditoria* del medesimo, conseguente all'insolvenza del secondo, presunzione che non è dato rinvenire in alcun modo nella regolazione che disciplina la materia. Ci si trova, sovente in presenza di decisioni che sembrano preordinate all'attuazione di una sorta di *compensazione sociale* ovvero ad un facile *giustizialismo* (e, ovviamente, sottese all'intento di ripristinare equilibri relazionali che non avrebbero trovato nella normativa sufficiente salvaguardia). Senza sminuire l'esigenza di tutela dell'investitore – il quale in numerose fattispecie portate alla cognizione del Giudice è effettivamente esposto alle intemperie di intermediari preoccupati unicamente di incrementare il proprio livello reddituale –, è di tutta evidenza la necessità di reinterpretare il *ciclo dei diritti*, alla luce di una logica esegetica aderente al dettato normativo e, dunque, coerente con le modalità tecnico giuridiche che il legislatore ha concretamente predisposto avendo riguardo alla salvaguardia dei fini che ricorrono nelle fattispecie di cui trattasi. Va da sé che l'equilibrio e la responsabilità del giurista, ancora una volta, dovranno essere indispensabile presupposto per una lettura seria e affidabile della normativa, che rifugga da una utopistica visione di *wishful thinking* per essere aderente ai canoni di un realismo interpretativo.”

²³ Investitore che sarebbe portato a chiamare in giudizio, in ogni caso, la “tasca più profonda”, come icasticamente definisce la Consob A. PALMIERI, *Responsabilità delle autorità di vigilanza: da un eccesso all'altro?*, in *Danno resp.*, 2008, 6, 614 ss.

²⁴ Osserva giustamente, fra l'altro, A. TUCCI, *Vigilanza sugli intermediari finanziari e responsabilità civile della Consob*, cit., 489-490, che “un'indiscriminata affermazione di responsabilità della Consob, nel caso di riscontrata violazione di regole di condotta da parte di un intermediario, condurrebbe a un'equiparazione fra la prestazione attesa dall'intermediario, obbligato per legge a cooperare con l'investitore, e la condotta dell'Autorità di vigilanza, che, per contro, non è finalizzata a incrementare la sfera giuridico-patrimoniale degli investitori, nel contesto di un rapporto giuridico preesistente, ma a (contribuire a) creare un reticolo di protezione per scelte di desinazione del risparmio.”

²⁵ Corte di Cassazione, Sez. Un., sentenza 19 dicembre 2007, n. 26725, su cui v. i commenti di

della sanzione della nullità per contrarietà a norme imperative come rimedio generale alla violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari²⁶, in quanto avrebbe potuto tra l'altro comportare eccessi di compensazione a favore del cliente²⁷, poiché, infatti, il regime delle restituzioni proprio di tale declaratoria di invalidità contrattuale ha spesso effetti sostanziali di *overcompensation* con riguardo all'oggetto della controversia e al danno lamentato.

Fra l'altro, per evitare un tale rischio di eccesso di tutela che potrebbe essere determinato dall'elevato tasso di tecnicismo che connota la materia, parte della dottrina è portata da tempo a chiedere la specializzazione del giudice competente²⁸, onde evitare errori o comportamenti opportunistici da parte dei soggetti tutelati che facciano leva sulla scarsa conoscenza della materia da parte dell'organo giurisdizionale.

5. L'esenzione *ex lege* da responsabilità civile nei casi di colpa lieve aveva, nelle intenzioni del legislatore del 2006, anche sulla scorta

D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 404 ss. e F. SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Dir. fall.*, 2008, II, 1 ss.

²⁶ Come noto, la regola stabilita dalle Sezioni Unite prevede l'applicabilità alle fattispecie in esame della sanzione dell'annullabilità e il conseguente rimedio civilistico del mero risarcimento del danno, subordinando la protezione del risparmiatore alla sussistenza del nesso causale tra il pregiudizio patrimoniale lamentato e la violazione contestata all'intermediario. Per una fattispecie diversa, in cui invece la nullità del contratto discende da illiceità della causa, dovuta al fatto che il contratto atipico posto in essere non realizza interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico, v. Trib. Brindisi, sentenza 8 luglio 2008, n. 489, con nota di V. SANGIOVANNI, *Il caso "My Way" e il contratto aleatorio unilaterale*, in *Giur. mer.*, 2008, 12, 512 ss.

²⁷ V. così A. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o "copertura assicurativa" per investimento sfortunato?*, in *Banca impresa società*, 2008, 3, 397.

²⁸ V., ad esempio, R. RORDORF, *La tutela del risparmiatore: norme nuove, problemi vecchi*, in *Società*, 2008, 275.

di indicazioni emerse nei *fora* internazionali²⁹, proprio l'obiettivo di difendere le autorità di vigilanza da quegli orientamenti giurisprudenziali che invece tendono ad assumere le stesse autorità quale capro espiatorio di situazioni di dissesto non altrimenti risarcibili da alcuno³⁰, quasi in funzione assicurativa.

Tuttavia tale rimedio nei confronti di orientamenti giurisprudenziali «estremisti» non può essere condiviso, in quanto l'estensione della limitazione di responsabilità, da parte del legislatore, anche all'amministrazione-apparato nel suo complesso comporta il formarsi in astratto di un'area di irresponsabilità addossata esclusivamente al soggetto-risparmiatore danneggiato, che dovrà sopportare il danno arrecato da colpa lieve senza poter chiedere alcun risarcimento, in sprezzo alla effettiva ragionevolezza e non arbitrarietà della scelta del legislatore, considerati gli ulteriori parametri di legittimità recati dagli artt. 3 e 24 Cost.

Piuttosto, al fine di conseguire un giusto equilibrio tra tutela degli investitori e salvaguardia del ruolo e delle prerogative dell'autorità

²⁹ Già i *Core principles* stilati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nell'ottobre 1999 prevedevano, fra gli *essential criteria* necessari ai fini della stabilità dei sistemi finanziari, la necessità di un regime di protezione degli organi di vigilanza e dei loro funzionari nei confronti delle azioni risarcitorie conseguenti a provvedimenti assunti in buona fede dall'autorità. Tale raccomandazione era poi presente nell'*Assessment* periodico condotto dal Fondo monetario sulla stabilità del sistema finanziario nazionale, laddove si auspicava di assicurare una "legal protection to the supervisory authorities and their officers against lawsuits for action taken in good faith while discharging their duties" (INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Financial System Stability Assessment, including reports on the Observance of Standards and Codes on the following topics: Banking Supervision, Payment Systems, Insurance, Securities Regulation, Securities Settlement and Payment Systems, Monetary and Financial Policy Transparency, and Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism*, Country Report No. 6/112, Washington, D.C., March 2006, 8).

³⁰ Al riguardo, il governatore *pro tempore* della Banca d'Italia aveva osservato, nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulle questioni attinenti all'attuazione della legge n. 262 del 2005* dinanzi alla Commissione VI (Finanze e Tesoro) del Senato nella seduta del 26 settembre 2006, che "la legge sul risparmio, ampliando e rendendo più complessi compiti e adempimenti delle Autorità, determina l'esigenza di una forma di *legal protection* delle Autorità per comportamenti tenuti in buona fede nell'esercizio delle funzioni istituzionali, a tutela di uno svolgimento indipendente e imparziale dell'attività di controllo."

di vigilanza, andrebbe fatto affidamento su un atteggiamento più riflessivo dei giudici di prime cure e di legittimità, sperando che si dimostrino maggiormente consapevoli dei contrapposti interessi presenti nel settore dei mercati finanziari e del ruolo di tutela dell'interesse pubblico che viene assegnato alle autorità di controllo³¹.

Un'applicazione aprioristicamente rigorosa dei principi enunciati nella sentenza della Cassazione n. 3132 del 2001, che porti quasi ad una presunzione di responsabilità della Consob e al risarcimento pressochè automatico degli investitori danneggiati, non è un bene per l'integrità del mercato e il suo buon andamento, suscettibile com'è di ingenerare incentivi anomali rispetto alla propensione individuale all'investimento, che si possono tradurre in un incremento degli atteggiamenti di *moral hazard* nei comportamenti dei risparmiatori³².

Ciò, fra l'altro, non tenendosi in considerazione, nel calcolo dell'*an debeatur*, l'eventuale quota di pregiudizio per l'investitore direttamente connessa a dinamiche di mercato e come tale, quindi, non imputabile a comportamenti ovvero a omissioni dell'intermediario o dell'autorità³³.

Domenico Siclari

Consigliere parlamentare

Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia

Università di Roma «La Sapienza»

³¹ Cfr. D. MASCIANDARO, *Attenzione a sparare sulla Consob*, in *Sole 24 Ore*, 25 marzo 2011.

³² V., per tale riflessione, F. CAPRIGLIONE, *Il rapporto tra politica e tecnica. Le autorità di vertice*, cit., 234, il quale osserva che "ciascun potenziale danneggiato potrebbe essere indotto a ricorrere in maniera spregiudicata al mercato avendo assicurati gli oneri economici del danno".

³³ Per tale rilievo v. già Trib. Milano, ord. 24 agosto 2002, in *Foro it.*, 2003, I, 1903, in relazione al noto caso *Freedomland*.

CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

24 maggio 2010, n. 12626

Banche - aziende di credito in genere - Banca d'Italia - conto corrente - contratti bancari - danni in materia civile e penale - liquidazione e valutazione in genere - fallimento - stato d'insolvenza - responsabilità civile - responsabilità civile in genere

La segnalazione di una posizione in sofferenza presso la Centrale dei Rischi della Banca d'Italia, secondo le istruzioni del predetto istituto, lungi dal poter discendere dalla sola analisi dello specifico o degli specifici rapporti in corso di svolgimento tra la singola banca segnalante e il cliente, implica una valutazione della complessiva situazione patrimoniale di questo ultimo, ovvero del debitore di cui alla diagnosi di sofferenza. L'accostamento che tali istruzioni hanno inteso stabilire tra stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) e situazioni sostanzialmente equiparabili, inducono a preferire quelle ricostruzioni che, oggettivamente gemmate dalla piattaforma di cui all'art. 5 l. fall., hanno tuttavia proposto, ai fini della segnalazione, una nozione «levior» rispetto a quella della insolvenza fallimentare, così da concepire lo stato di insolvenza e le situazioni equiparabili in termini di valutazione negativa di una situazione patrimoniale ap-

prezzata come deficitaria, ovvero - in buona sostanza - di grave (e non transitoria) difficoltà economica, senza - cioè - fare necessario riferimento all'insolvenza intesa quale situazione di incapacità, ovvero di definitiva irrecuperabilità. Conclusivamente, ciò che rileva è la situazione oggettiva di incapacità finanziaria (incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte) mentre nessun rilievo assume la manifestazione di volontà di non adempimento, se giustificata da una seria contestazione sulla esistenza del titolo del credito vantato dalla banca.

(Artt. 1223, 1226, 2056 c.c.; R.D. 16.03.1942 n. 267, Art. 5)

ORDINANZA

sul ricorso 27822/2005 proposto da: I.MAR.FA. SRL, D.P.G. (*omissis*), - ricorrenti - contro BANCA CARIME SPA; - intimata- sul ricorso 29283/2005 proposto da: BANCA CARIME SPA, (*omissis*) - controricorrente e ricorrente Incidentale - contro I.MAR.FA. SRL, D.P.G. (*omissis*) - controricorrente al ricorso incidentale - avverso la sentenza n. 432/2005 della CORTE D'APPELLO di LECCE, depositata il 21/06/2005;

udita la relazione della causa svolta nella pubblica udienza del 02/03/2010 dal Consigliere Dott. Salvatore Salvago; udito il P.M. in persona del Sostituto Procuratore Generale Dott. Ceniccola Raffaele, che ha concluso per l'accoglimento del primo motivo del ricorso principale, per il rigetto del secondo motivo; per il rigetto del primo motivo del ricorso incidentale e l'assorbimento del secondo.

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Il Tribunale di Brindisi con sentenza del 4 aprile 2003, rigettava

le domande con cui P. e D.P.G., quest'ultimo anche n.q. di amministratore unico e legale rappresentante della s.r.l. Imarfa avevano chiesto che fossero dichiarati illegittimi: a) la revoca dell'affidamento loro accordato dalla s.p.a. Banca Carime con contratto di c/c n. (*omissis*); b) la segnalazione alla Centrale Rischi presso la Banca d'Italia di una sofferenza di essa società pur in mancanza di una situazione di insolvenza; nonché la condanna della Carime a revocare definitivamente il proprio nominativo presso la Centrale dei Rischi della Banca d'Italia.

In accoglimento dell'appello dell'Imarfa e dei D.P., la Corte di appello di Lecce con sentenza del 21 giugno 2005, ha dichiarato illegittima la segnalazione suddetta e condannato la Carime al risarcimento dei danni in favore di detta società, liquidandoli in Euro 30.000 ed osservando: A) che le istruzioni della banca d'Italia imponevano detta segnalazione dei crediti per cassa nei confronti di sofferti in stato di insolvenza ovvero in situazioni equiparabili, - per cui ciascuna banca era tenuta a segnalare non qualsiasi inadempimento del debitore, ma soltanto quelli che a seguito di approfondita e motivata istruttoria risultavano espressione di uno stato di insolvenza; B) che il pagamento del debito e la prestazione di garanzia da parte dei D.D. escludevano che la società fosse in stato di impossibilità ad adempiere, anche per il valore dei beni e dei macchinari in possesso della società pari a circa L. 7 miliardi; C) che neppure l'anticipazione versata da un socio in conto ad un futuro aumento di capitale nonché una proposta transattiva di detta società fornivano la prova del suo stato di insolvenza; D) che l'illegittimità della segnalazione aveva provocato un pregiudizio alla società che andava ristorato con valutazione equitativa.

Per la cassazione della sentenza la soc. Imarfa ed i D.D. hanno proposto ricorso per due motivi. Altro autonomo ricorso, ancora per

due motivi, è stato avanzato pure dalla s.p.a. Banca Carime.

MOTIVI DELLA DECISIONE

I ricorsi vanno, anzitutto riuniti ai sensi dell'art. 335 c.p.c., perchè proposti contro la medesima sentenza. Con il primo motivo di quello incidentale, che va esaminato con precedenza per evidenti ragioni di pregiudizialità, l'Istituto di credito, deducendo violazione degli artt. 1175 e 1375 c.c., nonché omessa, insufficiente e contraddittoria motivazione su punti decisivi della controversia censura la sentenza per aver escluso lo stato di insolvenza ovvero una situazione ad esso equiparabile, da parte della società senza considerare che il pagamento dello scoperto di conto corrente era avvenuto da parte di un garante un anno dopo i fatti di causa, che i bilanci della società e le visure presso la Banca centrale Rischi ne attestavano la pesante situazione debitoria e di dissesto, confermata dalla proposta di saldare il debito con l'attribuzione di azioni di valore inferiore; e che, da un lato era stata affermata la legittimità del recesso dal contratto di conto corrente, dall'altro, ritenuta la illegittimità della segnalazione. Ed infine che la non univocità delle interpretazioni relative allo stato di insolvenza richiesto, e la conformità del proprio comportamento al Regolamento della Banca centrale nonché ai principi di buona fede dovevano escludere comunque la declaratoria di illegittimità della segnalazione.

Il motivo è infondato.

La sentenza impugnata ha accertato, e le parti confermato, che il testo delle istruzioni della Banca d'Italia relative alla modalità di segnalazione delle sofferenze in vigore all'epoca dei fatti dedotti dalla Banca Carime disponeva che «devono essere segnalati nell'ambito di detta categoria tutti i crediti per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni so-

stanzialmente equiparabili, indipendentemente dall'esistenza di garanzie o dalla previsione di perdita. L'apposizione a sofferenza implica pertanto una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito».

In relazione ai presupposti per l'applicazione di dette istruzioni questa Corte ha enunciato i seguenti principi, in conformità all'orientamento più diffuso nella dottrina e nella giurisprudenza di merito: a) che l'apposizione a sofferenza del credito, lungi dal poter discendere dalla sola analisi dello specifico o degli specifici rapporti in corso di svolgimento tra la singola banca segnalante ed il cliente, implica una valutazione della complessiva situazione patrimoniale di quest'ultimo, ovvero del debitore di cui alla diagnosi di «sofferenza»; b) che «lo stesso tenore letterale delle sopra riportate Istruzioni e, segnatamente, l'accostamento che tali Istruzioni hanno inteso stabilire tra stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) e situazioni sostanzialmente equiparabili inducano a preferire quelle ricostruzioni che, oggettivamente gemmate (secondo l'espressione che trovasi adoperata in dottrina) dalla piattaforma della norma di cui alla L. Fall., art. 5, hanno tuttavia proposto, ai fini della segnalazione in sofferenza alla Centrale dei Rischi, una nozione levior rispetto a quella dell'insolvenza fallimentare, così da concepire lo stato di insolvenza e le situazioni equiparabili in termini di valutazione negativa di una situazione patrimoniale apprezzata come deficitaria, ovvero, in buona sostanza, di grave (e non transitoria) difficoltà economica, senza, cioè, fare necessario riferimento all'insolvenza intesa quale situazione d'incapienza, ovvero di definitiva irrecuperabilità; e) conclusivamente ciò che rileva è la situazione «oggettiva» di incapacità finanziaria («incapacità non

transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte») mentre nessun rilievo assume la manifestazione di volontà di non adempimento se giustificata da una seria contestazione sull'esistenza del titolo del credito vantato dalla banca.

Come del resto conferma l'equiparazione (contenuta nel p. 6 delle Istruzioni), ai fini della cessazione dell'obbligo di segnalazione di una posizione di rischio tra le sofferenze, dell'ipotesi di cessazione dello stato di insolvenza e di quella di avvenuto rimborso del credito, dal debitore o da terzi, anche a seguito di accordo transattivo liberatorio.

Proprio a questi principi si è attenuta la Corte di appello la quale ha escluso lo stato di insolvenza della s.r.l. Imarfa osservando che la stessa operava regolarmente sul mercato nel settore lapideo possedendo materiali, attrezzature e macchinari di valore pari a L. 7 miliardi circa, ben superiore al credito preteso dalla banca; che non risultavano nei suoi confronti procedure esecutive o elevazioni di protesti per cambiali o assegni; e che disponeva di numerose garanzie prestate pure alla Carime, tant'è che il debito nei confronti di quest'ultima, pur contestato giudizialmente era stato regolarmente pagato dai garanti proprio al fine di evitare azioni esecutive. E, d'altra parte, il sistema informativo della Centrale dei rischi, come già evidenziato da questa Corte in controversie analoghe ben consentiva alla Banca Carime, come ad ogni altro istituto di credito, di conoscere elementi indicativi della situazione di insolvenza dei soggetti finanziati, quali la revoca degli affidamenti e l'emissione di decreti ingiuntivi (Cass. 19894/2005); così come l'Istituto ben avrebbe potuto accertare se sussistevano altri elementi tipici denotanti lo stato di insolvenza dell'Imarfa, quali la sussistenza di azioni di recupero di crediti, pignoramenti e

procedimenti esecutivi ovvero di protesti, invece esclusi dalla sentenza impugnata; per cui il comportamento della ricorrente è sicuramente connotato da mancanza di avvedutezza e da imprudenza ed imperizia tecnica per non avere svolto alcuno di detti accertamenti che indipendentemente da ogni doverosità devono caratterizzare gli operatori del settore onde valutare la capacità finanziaria di soggetti ed enti che con essi intrattengano rapporti commerciali. Ed avere anteposto agli elementi suddetti la prospettazione di altri, invece del tutto inidonei a dimostrare lo stato di insolvenza non transitorio della Imarfa: ravvisati soprattutto nei bilanci di detta società dichiarati in perdita da diversi anni, nonché nelle sue esposizioni nei confronti di altri Istituti di credito.

La Corte territoriale non ha mancato, infatti, di esaminarli, rilevando anzitutto che detta situazione preesisteva da diversi anni, che negli ultimi anni l'indebitamento era migliorato e che lo stesso non aveva comunque impedito all'Imarfa né di continuare la propria attività, nè tanto meno di ottenere credito dalle banche anche per le garanzie di cui disponeva. Mentre ha correttamente disconosciuto qualsiasi valenza indicativa dello stato di insolvenza alla proposta transattiva della società in merito alla vertenza giudiziaria relativa all'asserito debito per cui è stata eseguita la segnalazione alla Centrale Rischi, evidenziando come la stessa altro significato non possa avere che quello attribuitogli dall'art. 1965 c.c., di prevenire una lite giudiziaria, in presenza di un rapporto giuridico avente, almeno nella opinione delle parti, carattere di incertezza, componendolo attraverso reciproche concessioni delle parti; si da far cessare la situazione di dubbio venutasi a creare tra loro.

Sfugge, pertanto, al sindacato di legittimità il riesame di dette

circostanze di fatto (nonchè di quella relativa ad un'anticipazione da parte di un socio, dalla quale la Corte territoriale ha invece tratto altra ragione dimostrativa del buon andamento economico dell'Imarfa), misurate le une e l'altra con criteri valutativi diversi da quelli della sentenza impugnata, giacchè la deduzione di un vizio di motivazione non conferisce al giudice di legittimità il potere di riesaminare il merito dell'intera vicenda processuale sottoposta al suo vaglio, ma la sola facoltà di controllo, sotto il profilo della correttezza giuridica e della coerenza logico - formale, delle argomentazioni svolte dal giudice di merito. E risulta inidoneo a tale scopo il far valere la non rispondenza della ricostruzione dei fatti operata dal giudice del merito all'opinione che di essi abbia la parte ed, in particolare, il prospettare un soggettivo preteso migliore e più appagante coordinamento dei molteplici dati acquisiti, atteso che tali aspetti del giudizio, interni all'ambito della discrezionalità di valutazione degli elementi di prova e dell'apprezzamento dei fatti, attengono al libero convincimento del giudice e non ai possibili vizi dell'«iter» formativo di tale convincimento rilevanti ai sensi della norma in esame (Cass. 9314/1997; 3782/1997).

Con il secondo motivo, la Banca deducendo violazione degli artt. 2043 e 2697 c.c., si duole che la Corte territoriale l'abbia condannata al risarcimento del danno facendolo conseguire automaticamente dalla declaratoria della illegittimità della segnalazione, e senza richiederne la prova che gravava sulla società richiedente. Per converso quest'ultima ed i D.D., con il primo motivo del ricorso principale, deducendo violazione degli artt. 113 e 114 c.p.c., censurano la sentenza impugnata per aver liquidato il risarcimento del danno con criteri equitativi senza che ne ricorressero i presupposti e malgrado essa società fin dalle prime udienze avesse articolato prova testimoniale per di-

mostrarne l'esatto ammontare in relazione ai vari profili di pregiudizi sofferti, che ben poteva essere infine quantificato tramite consulenza tecnica.

Con il secondo motivo, deducendo violazione dell'art.112 c.p.c., si dolgono che la sentenza non abbia disposto la revoca della segnalazione, e non abbia emesso alcuna statuizione sul diritto anche dei D.D. al risarcimento di tutti danni subiti, anche all'immagine ed al buon nome imprenditoriale e commerciale, che in nessuna parte della motivazione era stato dichiarato infondato; e rilevano che le relative domande erano state regolarmente avanzate fin dalla citazione introduttiva del giudizio e poi tutte reiterate nell'atto di appello.

Il Collegio ritiene fondato soltanto il secondo motivo del ricorso principale.

Non è infatti esatto che la Corte di appello abbia liquidato il risarcimento del danno all'Imarfa senza alcuna prova in merito all'esistenza del pregiudizio sofferto, e del nesso causale tra di esso e la presunta condotta illecita della banca, avendo dapprima accertato l'illegittimità della segnalazione eseguita da quest'ultima, e poi dato atto che la stessa costituiva di per sé un comportamento pregiudizievole per l'attività economica di detta società illegittimamente segnalata, nonché lesiva della sua reputazione: non senza evidenziare, in conformità alla giurisprudenza di questa Corte, come il discredito che deriva da siffatta segnalazione è tale da ingenerare una presunzione di scarso affidamento dell'impresa e da connotare come rischiosi gli affidamenti già concessi; con inevitabile perturbazione dei suoi rapporti economici, e una perdita di tipo analogo a quello indicato dall'art. 1223 cod. civ., costituita dalla diminuzione o dalla privazione di un valore del soggetto e del suo patrimonio alla quale il risarcimento deve essere commi-

surato (Cass. 20120/2009; 18316/2007; 6507/2001).

Ha ripetutamente affermato questa Corte, nell'ipotesi del tutto analoga di illegittimo protesto di una cambiale, sussiste il danno da lesione dell'immagine sociale della persona che si vede ingiustamente inserita nel cartello dei cittadini insolventi ed è quindi contraddittorio ed erroneo, dopo aver affermato la responsabilità per il protesto, negare la liquidazione equitativa del danno da lesione dell'immagine sociale e professionale, la quale di per sè costituisce danno reale che deve essere risarcito - senza necessità per il danneggiato di fornire la prova della sua esistenza - sia a titolo di responsabilità contrattuale per inadempimento che di responsabilità extracontrattuale, in modo soddisfacitivo ed equitativo se la peculiare figura del danno lo richiede (Cass. 9233/2007; 14977/2006; 11103/1998).

Pertanto è corretto anche il ricorso alla liquidazione del danno con criteri equitativi, ai sensi degli artt. 1226 e 2056 c.c., ammissibile secondo la giurisprudenza di legittimità qualora l'attività istruttoria svolta non consenta di dare certezza alla misura del danno stesso, come avviene quando, essendone certa l'esistenza, risulti impossibile o estremamente difficoltoso provare la precisa durata del pregiudizio economico subito (Cass. 19883/2005; 8271/2004; 188/1996); e come si è verificato nel caso in concreto in cui anche la prova testimoniale offerta dai ricorrenti ribadiva la sussistenza di danni materiali ed immateriali derivanti dall'illegittima segnalazione, ivi compresi in particolare quelli all'immagine ed al buon nome imprenditoriale e commerciale della società, ma non offriva, per la sua genericità, elementi ulteriori validi a documentarne l'entità, tanto meno in misura superiore a quella liquidata dalla sentenza impugnata. E ciò pure con riguardo all'ultimo capitolato di prova relativo al mancato finanziamento di

L..5 miliardi da parte del Banco Ambrosino per la realizzazione di un porto turistico, non autosufficiente a far conoscere sia pure in modo sommario la relativa vicenda ed il suo esito, nonché l'utile e/o le perdite che ne sarebbero conseguiti per la società Imarfa ove non fosse sopravvenuta la segnalazione alla Centrale Rischi.

Sennonché anche i D.P. nell'atto introduttivo del giudizio avevano chiesto: a) la condanna della controparte al risarcimento dei danni materiali ed immateriali derivanti dall'illegittima segnalazione, ivi compresi in particolare quelli all'immagine ed al buon nome imprenditoriale e commerciale, nella misura comunque inferiore a L. 500.000.000; b) l'ammissione e assunzione di alcuni mezzi istruttori; c) la condanna della controparte alla definitiva revoca della segnalazione del nominativo dell'Imarfa presso la Centrale dei Rischi.

Il Tribunale ha ritenuto legittima la segnalazione, perciò rigettando le domande degli attori e ritenendo assorbita ogni richiesta risarcitoria; per cui i D.P. hanno riproposte nuovamente nell'atto di appello le suddette domande; cui nessuna risposta ha fornito la sentenza impugnata in violazione del disposto dell'art. 112 c.p.c..

Cassata pertanto la sentenza impugnata in relazione al motivo suddetto, il Collegio deve rinviare alla Corte di appello di Lecce che in diversa composizione prenderà in esame le domande dei D.P. e provvederà anche alla liquidazione delle spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

La Corte, riunisce i ricorsi, accoglie il secondo di quello principale, rigetta l'altro motivo, nonché il ricorso incidentale, cassa la sentenza impugnata, in relazione ai motivi accolti, e rinvia anche per la liquidazione delle spese del giudizio di legittimità alla Corte di appel-

lo di Lecce in diversa composizione.

LA SEGNALAZIONE DELLE SOFFERENZE ALLA CEN-
TRALE. IMPLICAZIONI SUL PROBLEMA DELLA TUTELA DEL-
LA PRIVACY.*

1. La sentenza in commento reca significativi spunti di riflessione in ordine alla nota tematica della centralizzazione dei rischi bancari; più in particolare, la Suprema Corte, definendo il perimetro dell'area di censimento dei rischi soggetti a segnalazione, si sofferma sull'analisi degli elementi costitutivi della nozione di «sofferenza bancaria».

A riguardo, il riferimento alle istruzioni in materia emanate dalla Banca d'Italia fa da presupposto alla formulazione di un'ipotesi ricostruttiva nella quale viene in considerazione una situazione di rischio «*levior* rispetto a quella di insolvenza fallimentare». Trattasi comunque di una realtà che si caratterizza per la «grave e non transitoria» difficoltà economica dell'affidato, donde l'incapienza e la definitiva irrecuperabilità del credito oggetto di segnalazione.

Le indicazioni fornite dalla Cassazione, nel chiarire la riconducibilità della sofferenza ad una *oggettiva incapacità finanziaria* recuperano gli ambiti disciplinari propri della materia in esame.

Al riguardo, è appena il caso di ricordare che l'originaria finalità

* Contributo approvato dai revisori.

a base della istituzione della Centrale dei Rischi va ravvisata nell'esigenza di evitare il pericolo di erogazione di crediti non fondati su un'adeguata capacità di credito degli affidati. In tal senso, la dottrina, che in tempi lontani di ebbe modo di analizzare il servizio in parola, ne ha ricollegato la funzione «alla possibilità di attuare un sistema di controllo su fidi multipli fondato su censimento delle esposizioni»¹.

A seguito dell'emanazione del Testo Unico Bancario, la trasparenza sottesa alle analisi di fido è assurta, poi, a fattore rilevante nell'attuazione della logica di mercato. Infatti, il sistema di centralizzazione viene correlato alla predisposizione di informazioni condivise tra intermediari finanziari e clientela, configurandosi quale strumento necessario alla realizzazione di un corretto processo decisionale. L'informazione, infatti, assume significativa importanza in termini di «risorsa costosa, la cui produzione genera valore»²; ciò si traduce, a livello macroeconomico, in un miglioramento della stabilità e della concorrenzialità del mercato e, a livello microeconomico, nell'ottemperanza al principio di «sana e prudente gestione» introdotto dalla regolamentazione di settore.

Da qui la finalità di identificare puntualmente i soggetti ricompresi nel servizio di centralizzazione, quali unici depositari delle informazioni destinate al censimento, delle quali essi ne garantiscono l'esattezza e la correttezza formale.³ Come si tenterà di dimostrare tale

¹ Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 32 L.B.*, in AA.VV., *Codice Commentato della banca*, Milano, 1990, I, p. 375 ss. In senso conforme, cfr. CASTALDI CLEMENTE, *I controlli di vigilanza sugli enti creditizi*, in *Bancaria*, 1981, p. 925.

² Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *La rilevazione centralizzata dei rischi creditizi: ricostruzione evolutiva del fenomeno e crescita degli interessi*, in *Centrale dei rischi. Profili civilistici*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2005, pag.1-34.

³ In particolare, gli intermediari ricevono periodicamente un flusso di ritorno statistico, elaborato sui dati nominativi forniti alla Centrale; tali dati sono suddivisi in base a molteplici variabili fondamentali, come le categorie di censimento, l'attività economica della clientela, la classe di grandezza degli affidamenti ed, infine, le caratteristiche degli intermediari segnalanti. Ciò per-

finalità segna un avanzamento rispetto alla mera analisi della posizione debitoria dei singoli operatori finanziari; essa, dunque, interagisce sulla valutazione degli elementi strutturali dei mercati, in relazione al grado di stabilità del sistema e alla qualità del credito in circolazione.

Più in generale, la sentenza che ci occupa assume rilievo nell'ambito dell'attività di vigilanza ispettiva condotta dalla Banca d'Italia. E ciò con particolare riferimento al supporto offerto nel controllo della rischiosità dei crediti e nella rilevazione del grado di concentrazione del portafoglio prestiti degli intermediari presenti sul mercato.

Sotto altro profilo, la questione portata all'esame della Cassazione induce a riflettere sulle implicazioni che il censimento delle sofferenze possono presentare sulla nota tematica della *privacy*. Ed invero, la specifica gravità dei rapporti oggetto di segnalazione alla Centrale pone il problema di valutare l'opportunità di coprire con riserbo le situazioni di cui trattasi, alla stregua di quanto è dato riscontrare con riguardo al trattamento dei cd. dati personali, che sono tutelati, per l'appunto, dal d. lgs. 30 giugno 2003, n.196.

Consegue la necessità di far riferimento ad altro, pregresso orientamento giurisprudenziale espresso dalla Suprema Corte, la quale sull'argomento ha fornito indicazioni che sembrano risolutive nell'assicurare la funzionalità e gli obiettivi della centralizzazione dei rischi.

2. L'indagine svolta dalla Cassazione ai fini dell'identificazione delle «sofferenze» soggette a segnalazione si risolve in valutazioni

mette di aumentare non solo il grado di trasparenza dell'intero processo di classificazione, ma anche di garantire una migliore misurazione del rischio presente nel sistema creditizio.

che incidono sulla classificazione della clientela effettuata dagli intermediari. A riguardo, va fatto presente che il censimento delle «sofferenze» è stato al centro di ampi dibattiti dottrinali e giurisprudenziali; non a caso, come viene rilevato nella sentenza che si commenta, tale iscrizione assume riflessi molteplici, in virtù del fatto che essa si traduce per il mercato interbancario nella consapevolezza di un elevato rischio creditizio in capo al soggetto segnalato (dove la configurabilità di rilevanti conseguenze sulle condizioni di accesso al credito di quest'ultimo).

Come viene evidenziato dalla Suprema Corte, tale forma di segnalazione interviene, per solito, nei casi di finanziamenti effettuati nei confronti di soggetti in stato di insolvenza («anche non accertato giudizialmente») o in situazioni a queste equiparabili (indipendentemente dalla presenza di garanzie e dalla previsione di perdita del credito stesso)⁴. Ne consegue che la classificazione di un credito a sofferenza è frutto di una valutazione complessa dell'intermediario: sicché essa non può far seguito ad un mero ritardo nel servizio di pagamento, ovvero ad una semplice «manifestazione di volontà di non adempimento».

Alla luce di tali considerazioni, l'accertamento propedeutico alla definizione di un credito a sofferenza va tenuto distinto dalle verifiche poste in essere per l'individuazione degli «incagli», degli «inadempimenti».

⁴ Come previsto ai sensi del paragrafo 6.2 del Foglio Informativo della Banca d'Italia. In particolare, il censimento di un credito in «sofferenza» si basa su una nozione di insolvenza diversa da quella prevista dall'art. 5 della legge fallimentare; a ben vedere, essa sta ad indicare la sussistenza di una situazione patrimoniale «deficitaria», ovvero, in buona sostanza, di «grave (e non transitoria) difficoltà economica», esulando dal riferimento all'insolvenza intesa quale situazione di incapienza, ovvero di definitiva irrecuperabilità previsto dalla procedura di fallimento. Se ne deduce, infatti, che, se la nozione di insolvenza a supporto del servizio di censimento si identificasse con quella adottata in ambito fallimentare, risulterebbe frustrata l'utilità del servizio di centralizzazione dei rischi, poiché l'intermediario si troverebbe nell'impossibilità di attivarsi in tempo utile per tutelare la propria posizione.

menti persistenti» e dei «crediti strutturati», situazioni tutte nelle quali si rinvencono elementi di criticità che postulano un obbligo di segnalazione alla Centrale⁵. Ed invero, il criterio differenziale che ricorre nelle indicate fattispecie ha riguardo al diverso peso ed alla differente gravità del rischio censito; nel primo caso, si ravvisa uno stato di difficoltà persistente in capo al soggetto debitore (per cui questi non è in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni), nel secondo, invece, l'informazione è circoscritta alla sussistenza di uno stato di deterioramento delle condizioni economiche-finanziarie del rapporto creditizio censito (dove un inadempimento temporaneo, ovvero una variazione in senso critico delle condizioni contrattuali originariamente previste per l'erogazione del credito)⁶.

Si comprende, altresì, la ragione per cui il censimento alla Centrale delle posizioni a sofferenza risulta strumentale al raggiungimento di un duraturo equilibrio nell'assetto del mercato finanziario; più specificamente, ricorre in tale ipotesi una sorta di «autotutela preventiva del sistema creditizio», a fronte dei pericoli derivanti dall'incremento incontrollato di rischi di default in capo ai singoli clienti⁷.

Passando quindi ai contenuti della sentenza in commento, rileva l'orientamento espresso da quest'ultima in base al quale, nella fatti-

⁵ Nello specifico, gli intermediari sono tenuti a segnalare i rapporti di credito e di garanzia di ciascun cliente in essere nell'ultimo giorno del mese; detta segnalazione è dovuta solo se viene superata la soglia di censimento prevista dalle disposizioni di Banca d'Italia, attualmente pari a 30.000 euro. Tuttavia, i crediti in sofferenza e i passaggi a perdita di crediti in sofferenza devono essere segnalati qualunque sia il loro ammontare.

⁶ Cfr. LIACE, *La centrale dei rischi*, in *Il governo delle banche in Italia: commento al Testo Unico bancario ed alla normativa collegata*, a cura di Razzante e Lacaita, Torino, 2006. Nella pratica creditizia sono stati individuati profili di responsabilità della banca per concessione abusiva del credito: in concreto, al fine di evitare di iscrivere un credito a sofferenza, taluni intermediari erano soliti concedere al cliente un nuovo affido che gli permetteva di estinguere l'originaria posizione debitoria. Tali condotte costituivano una violazione dell'obbligo di correttezza nell'adempimento delle obbligazioni, e, al contempo, ingeneravano nei terzi una erronea convinzione circa la solvibilità del soggetto in questione.

⁷ Cfr. SCOGNAMIGLIO, *Sulla segnalazione a sofferenza nella centrale dei rischi della Banca d'Italia*, in AA.VV., *Studi in memoria di Pietro De Vecchis*, Roma, II, 1999.

specie, la segnalazione di un credito in sofferenza sarebbe il risultato di un erroneo approccio metodologico nella fase di *evaluating* del merito creditizio;⁸ ciò in quanto le indagini condotte dall'intermediario non consentirebbero di ravvisare una reale incapacità finanziaria del cliente, e, ancor più, di dimostrare lo stato di insolvenza necessario per la registrazione della sofferenza.

La Cassazione, nel suo iter valutativo, si sofferma sulla circostanza che la verifica qualitativa (effettuata dalla banca) della situazione patrimoniale ed economica della società censita è circoscritta ad un'analisi di tipo quantitativo dei dati contabili. Più in particolare, l'intermediario non avrebbe conto che l'esposizione debitoria del suo cliente deve essere ricollegata ad una policy aziendale complessiva; venendo in considerazione la possibilità che sussistano elevati livelli produttivi di medio-lungo periodo, per quanto supportati dall'utilizzo della leva finanziaria. In tale contesto, la Suprema Corte ha ritenuto illegittima la segnalazione a sofferenza effettuata dall'istituto bancario, in quanto il censimento risulterebbe riferibile ad una «imprudenza ed imperizia tecnica» in capo all'intermediario segnalante.

Ed invero, l'indebitamento viene ritenuto riconducibile non alla criticità di una situazione economico-patrimoniale, bensì al meccanismo di finanziamento di cui l'affidato si è avvalso: ciò in quanto l'inadempimento del cliente non può costituire argomento di per sé decisivo ai fini di una netta e definitiva affermazione della sua insolvenza.

Le indicazioni della Cassazione inducono a ritenere che ai fini

⁸ Cfr. CASELLI - GATTI, *Il corporate lending*, Roma, 2006, p. 224 ss. nel quale si spiega come l'analisi di *evaluating* - che rappresenta la *core competence* fondamentale dell'area fidi della banca - permetta di valutare il merito creditizio della clientela e, congiuntamente alle attività di *monitoring* e *forecasting*, essendo finalizzata alla gestione e controllo del "ciclo del credito".

della valutazione di una situazione di sofferenza rileva l'incapacità dell'imprenditore di sfruttare l'andamento ciclico delle congiunture di mercato. In particolare, nei periodi di contingenze favorevoli, l'attività produttiva dell'impresa conduce a risultati (in termini di rendimento del capitale investito) idonei a migliorare la capacità del patrimonio aziendale di far fronte alle obbligazioni in scadenza; da qui, una significativa diminuzione del rischio di *mismatching* temporale tra attività e passività in bilancio. Ed invero, l'attribuzione di una elevata flessibilità al rapporto *debt/equity* risulta funzionale al raggiungimento di un equilibrio strutturale di lungo termine, per effetto del quale il rischio di sofferenze creditizie viene in larga misura minimizzato⁹.

Ciò posto, la sentenza in commento rileva sotto un ulteriore profilo di analisi: in particolare, la disamina condotta dalla Suprema Corte sottolinea la carenza dei criteri adottati dall'intermediario nelle valutazioni di sua competenza. Con riguardo all'identificazione dello standing reputazionale dell'affidato, infatti, l'attività di *signalling* svolta dalla banca non fa riferimento alcuno al fatto che la società disponesse di molteplici garanzie nei confronti di diversi istituti finanziari, né alla constatazione della sua estraneità a procedure esecutive o a elevazioni di protesti¹⁰. Contrariamente a quanto ipotizzato dall'intermediario, tali elementi di analisi inducono la Cassazione a ravvisare nella fattispecie la sussistenza di apprezzabili presupposti di

⁹ Cfr. CAVALIERI - RANALLI, *Economia aziendale – Aree funzionali e governo aziendale*, vol. II, Torino, 1999, *passim*. ove si osserva, da più punti di vista, il rischio di una impresa di non riuscire a dotarsi di adeguati livelli di flessibilità nella sostituzione del debito con *equity*, donde il pericolo di non poter far fronte ai costi di un rialzo dei tassi di finanziamento, sicché l'eccessivo indebitamento si traduce in un dissesto finanziario.

¹⁰ Cfr. CASELLI - GATTI, *Il corporate lending*, cit., pag. 226 ss.. L'attività di *signalling* è finalizzata alla conoscenza della posizione debitoria che il cliente ha assunto nei confronti dell'intero sistema bancario. Essa permette, pertanto, di riconoscere il grado di credibilità vantato dall'affidato, consentendo all'intermediario segnalante di avere una stima della sua affidabilità.

credibilità (in termini monetari e finanziari) tali da escludere, in capo al cliente, i sintomi di una situazione di incapienza patrimoniale.

Alla luce di tali considerazioni, appare condivisibile la decisione della Suprema Corte che ha riconosciuto un danno reputazionale alla società oggetto di «illegittima segnalazione alla Centrale», atteso che il discredito derivante da tale censimento ingenera nel mercato bancario una presunzione di scarsa affidabilità dell'impresa, con inevitabile perturbazione dei suoi rapporti economici, finanziari e commerciali. Più in particolare, rileva quanto osservato in dottrina in ordine agli effetti delle informazioni per tal via trasmesse al sistema, le quali si risolvono in un indice di non «meritevolezza di quel determinato prenditore di credito», nonché in una «indubbia remora» alla concessione di nuovi affidamenti da parte dell'intero sistema creditizio¹¹.

E' appena il caso di segnalare che detto orientamento giurisprudenziale sembra volto a confermare la rilevanza che il mercato adduce alle informazioni rivenienti dal servizio di centralizzazione dei rischi. Decisiva al riguardo è la considerazione secondo cui il censimento dei crediti erogati dagli operatori finanziari garantisce l'ottemperanza al basilare obiettivo di trasparenza imposto dalla regolamentazione di settore, consentendo, al contempo, una efficiente allocazione delle risorse monetarie tra i prenditori di fondi.

3. L'indagine condotta dall'intermediario in ordine alla valutazione del rischio creditizio dell'affidato assume uno specifico ruolo nella ri-

¹¹ Cfr. TROIANO, *Segnalazione a sofferenza e valutazione della situazione economico-finanziaria del cliente bancario*, in *Mondo Bancario*, 2000, n. 5, p. 74. Sul punto, l'A. evidenzia che la segnalazione di una posizione a sofferenza presso la Centrale dei Rischi può avere un «effetto segnaletico» nei confronti dell'intero sistema bancario, tale per cui, alla luce dell'informativa che da tale censimento deriva, gli intermediari sono indotti a negare l'affidamento eventualmente richiesto dal soggetto «in sofferenza», privandosi, spesso, di un'autonoma indagine conoscitiva del cliente e della sua affidabilità.

soluzione della controversia in commento, stante i molteplici spunti di riflessione sulla complessiva situazione patrimoniale del soggetto censito, nonché sulle circostanze in presenza delle quali la segnalazione della sofferenza deve essere effettuata.

A ben considerare, gli interrogativi che qui si pongono sono stati in passato al centro di un ampio dibattito dottrinale e giurisprudenziale che ha evidenziato diversi pareri sulla natura della valutazione che l'ente bancario è chiamato ad effettuare, ai fini delle comunicazioni di sua competenza alla Centrale in merito alla propria clientela creditizia¹².

Una giurisprudenza maggioritaria ha riconosciuto a detta valutazione un carattere generale e omnicomprensivo; per tal via, l'interpretazione della situazione finanziaria dell'affidato viene ricollegata all'analisi della sua sfera economico-patrimoniale (vale a dire al complesso dei rapporti contrattuali, di natura economica, commerciale e finanziaria, che a lui fanno capo)¹³.

¹² Ci si riferisce, in particolare, alle considerazioni di DE SINNO, *La responsabilità civile della banca nelle segnalazioni alla Centrale dei rischi*, in *Rass. dir. civ.*, 2005, II, p. 900 ss, ove si ricollega la funzione del servizio in esame al diritto dell'interessato di conoscere i dati inseriti nella Centrale, al fine di verificare la corretta qualificazione della propria situazione. Cfr. altresì SCOGNAMIGLIO, *Sulla segnalazione a sofferenza nella Centrale dei Rischi della Banca d'Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, fasc. III, p. 303 ss. nel quale l'A. indaga sulla disciplina dell'appostazione a sofferenza in Centrale rischi, analizzando la natura dell'indagine che la banca deve svolgere.

Quanto al dibattito giurisprudenziale, si veda Cass., 12 ottobre 2007, n. 21428, il cui orientamento è stato successivamente confermato da Cass., 1° aprile 2009, n. 7958, in *Giur. Comm.*, 2010, p. 666 ss. Numerose decisioni di merito proseguono il dibattito circa la natura delle valutazioni effettuate dall'intermediario segnalante; v., per tutte, Trib. Bari 24 gennaio 2008, in *Danno e responsabilità*, 2008, p. 885 ss., con nota di FABRIZIO-SALVATORE, *Segnalazione illegittima alla Centrale Rischi e danno risarcibile*. Nell'affrontare il tema relativo alla erronea segnalazione di una sofferenza presso la Centrale dei Rischi, l'A. si riferisce alla tutela delle persone giuridiche, mettendo in luce i doveri di diligenza a cui la banca deve attenersi nella fase d'istruttoria dell'accertamento della posizione a sofferenza.

¹³ La riconducibilità dello stato di insolvenza alla generale situazione patrimoniale dell'affidato è confermata da molteplici pronunce giurisprudenziali, tra cui si veda Trib. Cagliari, 28 novembre 1995, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1997, fasc.4, p. 494 ss., con nota di VELLA, *Segnalazioni di crediti in "sofferenza" alla Centrale dei Rischi e responsabilità della banca*, ove si approfondisce la questione relativa all'adempimento degli obblighi informativi in capo all'intermediario segnalante; sul punto appare interessante la pronuncia del Trib. Roma, 2 ago-

Se ne è dedotto che il censimento del rischio creditizio presso la Centrale implica, pertanto, un'indagine che l'intermediario segnalante è tenuto a condurre in via preventiva e generale. Trattasi, infatti, di una verifica non limitata alla sola ricognizione della posizione debitoria del cliente (vale a dire alla specificità dei rapporti intrattenuti con l'intermediario), bensì destinata ad individuare il grado di solvibilità che il soggetto censito storicamente presenta nelle relazioni con il sistema finanziario (dove la riferibilità al complessivo pericolo di inadempimento che a questi è ricollegabile)¹⁴.

Va da sé che, nell'espletamento di tale funzione conoscitiva, l'intermediario in parola è tenuto ad assumere la condotta dell'«accorto banchiere», e ad adempiere ai suoi obblighi con correttezza e professionalità. Ciò, in ragione del fatto che la ricostruzione di un inesatto profilo creditizio dà luogo ad una segnalazione erronea alla Centrale (diffusa, per tal via, all'intero circuito interbancario), dalla quale derivano effetti pregiudizievoli non solo al cliente (che risulta danneggiato dalla comunicazione di dati personali non corretti), ma anche al mercato, nella misura in cui la circolazione di informazioni non veritiere può condurre ad una alterazione dell'equilibrio tra la domanda e l'offerta di risorse monetarie.¹⁵

sto 2002, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II p. 636, che pur affermando che la valutazione effettuata dalla banca debba avere ad oggetto lo « stato complessivo della situazione patrimoniale del debitore », mette in luce la possibilità di restringere l'ambito di tale indagine «all'insieme dei rapporti tra il cliente (soprattutto se imprenditore) e il credito bancario».

¹⁴ Cfr. MORERA, *La centralizzazione dei rischi di credito: profili giuridici*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 1996, p. 470. Tale orientamento è supportato dalle istruzioni di vigilanza, le quali sembrano porre l'accento sull'andamento complessivo della situazione economico-finanziaria dell'affidato. Pertanto, la valutazione si discosta dall'esame della singola relazione creditizia e assurge a indicatore generale della capacità o meno di rimborso di un determinato soggetto.

¹⁵ Cfr. LIACE, *op. cit.*. In termini macroeconomici, l'erronea segnalazione alla Centrale dei Rischi conduce ad un'alterazione del regime di libera concorrenza, in quanto l'impossibilità di accedere al credito da parte di un'impresa (reputata erroneamente inadempiente) avvantaggia automaticamente le altre che operano nel medesimo settore. A ben vedere, tale asimmetria infor-

Per quanto riguarda, in particolare, la sentenza in commento, l'illegitima segnalazione della «sofferenza» è derivata da una valutazione imprecisa della situazione economica e finanziaria del cliente da parte della banca segnalante; non v'è dubbio, infatti, che gli elementi prospettati nell'asserita analisi conducono ad una visione distorta della capacità di rimborso dell'affidato, sulla base di elementi che, ad avviso della Suprema Corte, sono stati ritenuti, peraltro, inidonei a dimostrare lo stato di insolvenza di quest'ultimo. Da qui il collegamento all'erronea comunicazione alla Centrale di una responsabilità «aggravata» a carico dell'intermediario, vuoi per la «mancanza di avvedutezza» che si profila nel suo comportamento, vuoi per l'inosservanza dei canoni di diligenza professionale imposti dalle Istruzioni in materia emanate dalla Banca d'Italia.¹⁶

4. Come risulta dalle precedenti considerazioni, il servizio di centralizzazione dei rischi si fonda sull'analisi della situazione economico-patrimoniale dell'affidato, *id est* su notizie che attengono al rischio di credito, alla capacità di adempimento delle obbligazioni e, dunque, alla correttezza comportamentale dei soggetti censiti.

In particolare, tale complesso informativo si sostanzia nei «dati relativi allo svolgimento di un'attività economica», con riguardo ai quali il legislatore ha introdotto una significativa deroga alla necessità di ottenere il consenso dell'interessato per il trattamento di informa-

mativa deriva dalla lesione alla reputazione dell'imprenditore che viene ingiustamente segnalato come un cattivo pagatore, delineando la sussistenza di una responsabilità per colpa nella diffusione di false informazioni in capo all'intermediario segnalante.

¹⁶ Cfr. TARANTINO, *In tema di segnalazione alla Centrale dei Rischi: profili di responsabilità della banca segnalante (e delle banche terze)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 2002; in senso conforme, cfr. ALPA, *Aspetti della disciplina giuridica sui dati personali riguardanti gli enti e l'attività economica*, in *Riv. trim. dir. Proc. Civ.*, 1998. Rileva, in particolare, il regime di responsabilità aggravata che comporta l'inversione dell'onere della prova a carico della banca.

zioni relative alla propria sfera privata¹⁷.

Con tutta probabilità si tratta di notizie che esulano dall'ordinaria nozione di «posizione debitoria» soggetta a censimento, atteso che la conoscenza del valutatore viene estesa all'interpretazione di elementi classificati come *dati personali* dalla disciplina posta a tutela della *privacy*¹⁸. E' evidente, quindi, la riferibilità ad indagini che danno luogo ad una serie di valutazioni soggettive ascrivibili al soggetto segnalante, cui competono in virtù delle facoltà al medesimo attribuite dalla normativa di settore¹⁹.

Da segnalare, pertanto, che la rilevazione della complessiva situazione economica e patrimoniale dell'affidato non esula dal trattamento dei cosiddetti «dati sensibili»; ciò in quanto questi ultimi appaiono riconducibili all'analisi globale dei rapporti finanziari in essere, e, dunque, fanno parte degli elementi sui quali l'intermediario fonda la stima del rischio dell'affidamento.

Il censimento dei rischi alla Centrale interagisce, dunque, sulla problematica concernente la tutela della *privacy* della clientela bancaria; significative, a riguardo, sono le considerazioni formulate per il censimento delle «sofferenze», in ragione del potenziale lesivo che

¹⁷ Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Centrale dei rischi. Profili civilistici, Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2005. In senso conforme, cfr. ZENO-ZENCOVICH, *Privacy e informazioni a contenuto economico nel d.legisl. n. 196 del 2003*, in *Studium iuris*, 2004 fasc. 4, p. 452 ss. La nozione di «dati relativi allo svolgimento di economica» viene introdotta dall'art. 24, comma 1, lett. d), del Codice *privacy*, derogando al principio di riservatezza generale imposto dall'art. 23, così come dall'art. 12, comma 1, lett. f) della legge n. 675/96.

¹⁸ E' il caso di far riferimento all'art. 4, lett. b), del Codice della Privacy (d. lgs. 30 giugno 2003, n.196), secondo il quale costituisce dato personale «qualunque informazione relativa a persona fisica, persona giuridica, ente o associazione, identificati o identificabili, anche indirettamente, mediante riferimento a qualsiasi altra informazione, ivi compreso un numero di identificazione personale».

¹⁹ Cfr. MINNECI, *Tutele privacy e di diritto comune per il "recupero" della correttezza dei dati trasmessi alle centrali dei rischi*, in *Centrale dei rischi. Profili civilistici, Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2005, p. 121 ss. Le istruzioni emanate dalla Banca d'Italia recano significativi obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza nell'espletamento di tale processo valutativo da parte dell'intermediario segnalante.

connota tale forma di segnalazione rispetto allo stato giuridico e reputazionale del soggetto al quale si riferisce.

Nell'intento di prevenire il verificarsi di ipotesi di comunicazioni illegittime, la disciplina introdotta dal Codice della Privacy tutela l'affidato, al fine di ridurre il discredito che deriva dalla diffusione di notizie inesatte sulla sua solvibilità.

Ci si riferisce all'introduzione di rimedi normativi che prevedono la rettifica, ovvero all'eliminazione dalla Centrale, dei dati contestati, prevedendo, al contempo, la possibilità di predisporre un'azione risarcitoria a fronte dei pregiudizi subiti dal cliente per la falsa rappresentazione del suo merito creditizio²⁰.

E' evidente come tali forme di tutela assolvono alla funzione di contrastare la diffusione di notizie in grado di alterare gli equilibri di mercato, contribuendo al rispetto dei principi di stabilità e di sana e prudente gestione a cui è sotteso il servizio di centralizzazione dei rischi. In particolare, si perviene, per tal via, ad un bilanciamento tra i molteplici interessi in campo: da un lato, l'accrescimento del patrimonio informativo a disposizione del sistema finanziario, dall'altro, la difesa dell'immagine e della reputazione professionale dei soggetti censiti.

4.1 Al fine di tentare una qualche composizione delle delicate questioni che si dibattono in tema di affidamenti censiti alla Centrale, occorre muovere dall'interazione tra il servizio che ci occupa e il diritto

²⁰ Cfr. PARDOLESI, *Diritto alla riservatezza e circolazione dei dati personali*, I, Milano, 2003, ove si approfondiscono i temi relativi agli obblighi di informativa e tutela dei dati personali dei clienti. In particolare, L'A. pone in collegamento l'art. 7 ed il successivo art. 15 del Codice della *privacy*, sì come affermato dalla Cassazione in molteplici pronunce: basti ricordare la recente sentenza n. 7958/2009, nella quale la Suprema Corte ha affrontato per la prima volta la questione del danno da segnalazione illegittima presso la Centrale dei Rischi.

alla riservatezza tutelato dal d. lgs. 196/2003. In particolare, quel che viene in considerazione è il censimento delle «sofferenze» consequenziali all'accertamento dello stato di insolvenza della clientela bancaria, attese le relative implicazioni in ordine alla limitazione di accesso al credito.

La peculiare natura delle informazioni trasmesse alla Centrale rende necessaria la verifica della validità delle azioni (giudiziali o amministrative) previste (dalla disciplina sulla privacy) a tutela della sfera giuridica dei soggetti interessati. L'esigenza di tale accertamento risulta maggiore con riguardo ai casi di segnalazioni illegittime. Stante la riconducibilità della salvaguardia della clientela all'adeguatezza dei rimedi in concreto esperibili e, dunque, alla idoneità di questi ultimi a corrispondere all'obiettivo cui sono preordinati (ciò in vista sia della rettifica o eliminazione del censimento illegittimo, sia della proponibilità di azioni risarcitorie per danni patrimoniali e non patrimoniali).

Sul punto, particolarmente significativo appare l'orientamento espresso dalla Cassazione nella sentenza n.7958/2009, nella quale viene affrontata e risolta la questione relativa ad una fattispecie di segnalazione illegittima presso la Centrale dei Rischi mediante l'applicazione della disciplina sulla *privacy*.

La Suprema Corte - in linea con il disposto dell'art. 7 del d.lgs. n. 196/2003 - ha consentito al ricorrente vittima di erronea segnalazione di far valere nei confronti dell'ente creditizio i diritti di accesso e di rettifica, cancellazione ed opposizione dei propri dati personali. Inoltre, di grande rilievo è l'inserimento della Banca d'Italia tra i responsabili delle inesattezze nella registrazione, all'uopo sottolineandosi che la sua attività di raccolta e registrazione dei dati da

quest'ultima censiti rientra nella fattispecie del «trattamento di dati personali», così come previsto dall'art. 5 del suddetto decreto.

Si è in presenza di un'interpretazione che sembra, in via prospettica, destinata alla realizzazione di un cambiamento epocale nella tutela degli affidati a fronte di segnalazioni illegittime. Non a caso, la pronuncia in esame esclude l'applicazione dell'art. 8 del Codice della Privacy, per effetto del quale la Banca d'Italia viene privata della legittimazione passiva in ordine alla predisposizione dei rimedi di cui all'art. 7. Si supera, quindi, la prescrizione dell'art. 8 sopra menzionato, nel riferimento alla specifica natura e funzione della Banca d'Italia, quale soggetto pubblico tenuto ad effettuare il relativo trattamento «in base ad espressa disposizione di legge».

Consegue la conclusione secondo cui le attività di organizzazione e conservazione delle informazioni funzionali all'espletamento del servizio di centralizzazione dei rischi non si sottraggono alla disciplina comune in tema di responsabilità civile nel trattamento dei dati.

Ancora una volta la Suprema Corte denota grande equilibrio nell'identificare una soluzione che riesca a contemperare l'interesse dei singoli con la complessità dell'*agere* finanziario, evitando, in tal modo, che l'errore di uno degli incaricati», vale a dire l'inesatta segnalazione da parte dei responsabili, possa «essere recepita e trattata in modo non corretto».

Angela Troisi

Dottoranda di ricerca in Diritto degli Affari
nell'Università Luiss G. Carli di Roma

Cassazione civile, sez. I, 15 luglio 2010, n. 16605

Pres. Panebianco – Est. Rordorf

Intermediazione finanziaria – Fondi comuni di investimento immobiliare – Responsabilità patrimoniale – Possibilità di intestare i beni direttamente al fondo – Esclusione – Capacità processuale autonoma – Esclusione.

I fondi comuni d'investimento (nella specie, un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell'interesse di un fondo, l'immobile acquistato deve essere intestato alla società di gestione.

(Artt. 36-37, d.lgs. n. 58/1998; art. 2740 c.c.)

FATTO

Il Tribunale di Bari, con decreto depositato in cancelleria il 19 dicembre 2007, rigettò il reclamo proposto dalla Società Fondi Immobiliari Italiani Società di gestione del risparmio s.p.a. (in prosieguo per brevità indicata come Fimit) contro un provvedimento mediante il

quale il giudice delegato al fallimento della SO.GE.CO. s.p.a., all'esito della vendita all'incanto di un immobile alberghiero appartenente alla società fallita, ne aveva disposto il trasferimento alla medesima Fimit, anzichè, come da questa richiesto, al fondo comune di investimento di tipo chiuso, denominato Delta Immobiliare, da essa istituito e gestito.

Ritenne infatti il tribunale che, pur essendo il fondo immobiliare dotato di una soggettività giuridica distinta da quella della società di gestione, quest'ultima si fosse resa aggiudicataria in proprio dell'immobile venduto all'asta, avendo agito per conto, ma non anche in nome, del predetto fondo immobiliare.

La Fimit, dichiarando di agire anche quale società di gestione del fondo Delta, ricorre ora in cassazione per due motivi.

La curatela resiste con controricorso.

DIRITTO

1. Prima di esaminare il contenuto dei motivi di ricorso occorre farsi carico delle plurime eccezioni d'inammissibilità del ricorso medesimo, prospettate dalla difesa del fallimento controricorrente.

1.2. La prima, in ordine logico, di tali eccezioni è quella che, distinguendo la posizione della ricorrente Fimit in proprio da quella della stessa Fimit quale gestore del fondo d'investimento Delta, sottolinea come solo in quest'ultima veste la medesima ricorrente sia stata parte del giudizio di merito. Il ricorso proposto in proprio risulterebbe perciò inammissibile.

Ma inammissibile sarebbe, secondo la difesa del fallimento, an-

che il ricorso proposto dalla Fimit in veste di gestore del fondo Delta, non essendo detto fondo il diretto destinatario del provvedimento di aggiudicazione.

Per poter vagliare la fondatezza della proposta eccezione appare indispensabile rispondere subito ad una domanda, che riveste d'altronde - come si vedrà un'importanza centrale anche ai fini della decisione sul merito del ricorso.

Si tratta di stabilire se davvero sia configurabile un'autonoma soggettività giuridica del fondo d'investimento, o se questo costituisca invece null'altro che un patrimonio separato della società che lo ha istituito, e che nel caso in esame lo gestisce. In quest'ultima ipotesi, infatti, è evidente che la precisazione secondo la quale il ricorso è stato proposto dalla Fimit anche quale gestore del fondo Delta sarebbe impropria, e comunque superflua, ma non tale da incidere sulla legittimazione e sull'interesse al ricorso della stessa Fimit, unico soggetto identificabile come parte in causa tanto nei gradi di merito quanto nel giudizio di legittimità.

1.2.1. L'individuazione della natura giuridica dei fondi comuni d'investimento (mobiliari o immobiliari) - in cui si raccolgono e vengono unitariamente gestiti ("in monte") apporti economici provenienti da una pluralità di investitori, ciascuno dei quali è titolare di una quota di partecipazione - non è del tutto agevole.

Il legislatore, a partire dalla L. n. 77 del 1983, che istituì per prima i fondi comuni d'investimento mobiliare aperti, e poi man mano con altre disposizioni volte a prevedere anche i fondi chiusi e quelli d'investimento immobiliare, non ha fornito al riguardo indicazioni esplicite, ed anche la dottrina ha manifestato nel tempo in proposito o-

pinioni-alquanto diverse; nè finora la giurisprudenza ha avuto molte occasioni di pronunciarsi espressamente sul punto.

Attualmente, la disciplina dei fondi è contenuta nel c.d. testo unico della finanza (D.Lgs. n. 58 del 1998, con successive modificazioni) e nelle disposizioni secondarie emanate in base ad esso.

Per quello che qui interessa, giova anzitutto richiamare l'art. 1, comma 1, lett. j), del citato T.U., che definisce il fondo come "il patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte", e l'art. 36, comma 6, secondo cui ciascun fondo comune "costituisce patrimonio autonomo, - distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonchè da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società". Sempre dal medesimo primo comma dell'art. 1 - in particolare dalle definizioni enunciate alle lettere da m) a q) - e dall'art. 36, comma 1, si ricava altresì che i fondi comuni fanno parte della più ampia categoria degli "organismi di investimento collettivo del risparmio (Oicr)"; che la loro promozione, istituzione ed organizzazione è compito di speciali società a ciò autorizzate, denominate Società di gestione del risparmio (Sgr); che a tali società è riservata la gestione del patrimonio dei fondi "di propria o altrui istituzione" e che perciò esse possono assumere tanto la veste di "società promotrice" (con compiti limitati alla promozione, istituzione ed organizzazione del fondo, nonchè all'amministrazione dei rapporti con i partecipanti), quanto quella di "gestore" (col compito di gestire il patrimonio del fondo provvedendo ai relativi investimenti).

L'autonomia del patrimonio del fondo e la sua distinzione "a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e

da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società” sono ulteriormente ribadite dal comma 6 del citato art. 36, il quale specifica che su detto patrimonio “non sono ammesse azioni dei creditori della società di gestione del risparmio o nell’interesse della stessa”, mentre ai creditori dei partecipanti è consentito rivalersi solo sulle quote di partecipazione dei rispettivi debitori. Si aggiunge poi che la società di gestione “non può in alcun caso utilizzare, nell’interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti”.

E’ previsto inoltre, dal quinto comma del medesimo articolo, che la società promotrice ed il gestore “assumono solidalmente verso i partecipanti al fondo gli obblighi e le responsabilità del mandatario”.

1.2.2. La particolare insistenza del legislatore nel sottolineare l’autonomia del patrimonio del fondo comune, nei termini ora ricordati, è evidentemente frutto della preoccupazione di assicurare una tutela forte agli interessi degli investitori che al fondo partecipino, evitando loro il rischio di veder intaccato il patrimonio del fondo da possibili azioni di terzi. Sotto questo profilo, ciò che soprattutto caratterizza tale patrimonio è la sua esclusiva destinazione allo scopo d’investimento finanziario per il quale è stato costituito, e che perciò ne rappresenta la principale ragion d’essere. Donde appunto discende l’impossibilità che quel medesimo patrimonio funga, al tempo stesso, anche da garanzia a beneficio di creditori della società di gestione di altri soggetti estranei all’anzidetta destinazione.

Non è ormai infrequente, nel nostro ordinamento, che una parte del patrimonio di un soggetto sia destinato ad un particolare scopo e che, proprio per questo, venga sottratta al regime generale dell’art.

2740 c.c.. Lo attestano, tra gli altri, l'art. 2447 bis c.c., e segg. (introdotti dal D.Lgs n. 6 del 2003) e la L. n. 130 del 1999, art. 3, comma 2, in tema di cartolarizzazione di crediti. In siffatte situazioni non si dubita che il patrimonio separato (o destinato) sia pur sempre da ricondurre alla titolarità del soggetto (persona fisica o giuridica che sia) dal quale esso promana, ancorchè occorra tenerlo distinto dal resto del patrimonio di quel medesimo soggetto o da eventuali altri segmenti patrimoniali ugualmente sottoposti ad analogo regime di separazione. Ogni attività negoziale o processuale posta in essere nell'interesse del patrimonio separato non può, perciò, che essere espletata in nome del soggetto che di esso è titolare, pur se con l'obbligo di imputarne gli effetti a quello specifico ben distinto patrimonio.

Non sembra che, nella peculiare connotazione normativa dei fondi comuni d'investimento, vi siano elementi decisivi per discostarsi da una siffatta impostazione, pur con le specificità di cui si dirà.

Nessuna delle ricostruzioni alternative che sono state prospettate appare, infatti, davvero persuasiva.

1.2.3. L'ipotesi, affacciata inizialmente da una parte dalla dottrina, secondo cui il fenomeno in esame sarebbe riconducibile alla figura della comunione, sicchè i beni del fondo apparterrebbero pro quota a ciascuno dei partecipanti, mal si attaglia alla realtà del fenomeno in esame. Come altra parte della dottrina non ha mancato di osservare, lo scopo economico-pratico dei fondi d'investimento è assolutamente diverso da quello tradizionale della comunione: diverso è, perciò, il rapporto che si instaura tra i comunisti ed i beni in comunione, rispetto a quello esistente tra i partecipanti ed i valori di cui il fondo è composto, così come assai diversi sono, nei due casi, i poteri e

sercibili da quei soggetti su quei beni ed il tipo di utilità che si auspica di poterne ricavare. Che i partecipanti al fondo abbiano veste di creditori nei confronti della società di gestione è stato, del resto, già affermato (sia pure ad altri fini) da questa corte, con la sentenza n. 10990 del 2003, per ciò stesso escludendosi la loro qualifica di comproprietari dei beni del fondo.

1.2.4. E' stata anche avanzata la tesi - avallata da un parere del Consiglio di Stato (parere n. 108 del 1999) che il fondo comune d'investimento abbia una soggettività sua propria, distinta sia da quella dei partecipanti sia da quella della società di gestione che lo ha istituito; ed è evidentemente proprio a questa configurazione, seguita anche dal provvedimento impugnato, che si riallacciano le considerazioni svolte dalla difesa del fallimento nell'eccepire l'inammissibilità del ricorso.

Non si dubita certo che, anche in assenza del formale riconoscimento della personalità, un ente possa esser considerato un centro d'imputazione di rapporti giuridici e, perciò stesso, titolare di obblighi e diritti (anche sul piano processuale). Le associazioni non riconosciute e le società di persone stanno evidentemente a dimostrarlo. Tuttavia, perchè una tale situazione sia ipotizzabile, occorre individuare nel tessuto normativo elementi (se non espliciti, quanto meno) significativi in questo senso, e nel caso dei fondi comuni si stenta a ravvisarli.

Nè la già rilevata insistenza del legislatore nel sottolineare l'autonomia del fondo nè il fatto che nel testo unico della finanza si parli espressamente di patrimonio "autonomo", laddove nella legislazione precedente si parlava solo di distinzione del patrimonio del fondo da quello della società di gestione, costituiscono indicazioni univo-

che in favore della soggettività giuridica del fondo. Nell'uso dei termini "autonomia", "distinzione" o "separazione", riferiti al patrimonio del fondo comune, il legislatore non pare invero aver prestato molta attenzione alle diverse sfumature di significato che quei termini possono assumere, onde non sembra azzardato affermare che quei termini siano stati adoperati come equivalenti.

Se infatti per autonomia s'intende il potere di un soggetto di autodeterminare - almeno parzialmente, ma in modo significativo - le proprie scelte e le linee guida del proprio agire, è di immediata evidenza che i fondi comuni ne sono quasi del tutto privi. E' vero che il comma 2 bis dell'art. 37 del citato T.U. Finanza (comma introdotto dalla L. n. 326 del 2003 e poi modificato dalla L. n. 350 del 2003) ora contempla l'eventualità di deliberazioni dell'assemblea dei partecipanti destinate a vincolare in alcune materie la società di gestione. Ma una tale previsione non basta di per sé sola a configurare un vero e proprio regime di autonomia, giacché, pur con le specificità derivanti dalla regola di separazione patrimoniale di cui s'è detto e dall'esigenza di un maggiore rafforzamento della tutela dei partecipanti, essa non si discosta gran che dal modo in cui gruppi di creditori (obbligazionisti) o di partecipanti al capitale di rischio di una qualsiasi società per azioni possono, attraverso le assemblee separate di cui dispongono, far valere i loro punti di vista sulle scelte degli organi sociali che li riguardano. D'altronde, non può non rilevarsi come il funzionamento di ciascun fondo sia disciplinato da un regolamento (art. 39 del citato T.U.) che è stilato dalla società che il fondo istituisce, alla quale la normativa secondaria attribuisce anche il potere di disporre la fusione di più fondi o la scissione di uno di essi apportando le even-

tuali relative modifiche al regolamento.

E giova anche notare che il già citato art. 36, comma 5, chiama il gestore a rispondere del proprio operato direttamente nei confronti dei partecipanti al fondo, e non nei confronti del fondo medesimo, come ci si sarebbe potuto aspettare se a quest'ultimo il legislatore avesse voluto attribuire una soggettività sua propria.

Ma ciò che rende più di ogni altra cosa difficile configurare il fondo comune alla stregua di un autonomo soggetto di diritto è l'assenza di una struttura organizzativa minima, di rilevanza anche esterna, quale ad esempio si riscontra nelle associazioni o nelle società di persone (come pure nei fondi speciali per la previdenza e l'assistenza costituiti a norma dell'art. 2117 c.c., ai quali la giurisprudenza riconosce la qualifica di centri d'imputazione di rapporti giuridici anche quando non abbiano ottenuto il riconoscimento della personalità: cfr., tra le altre, Cass. n. 7755 del 2003). Ratione per cui, come la più attenta dottrina non ha mancato di osservare, difettando il fondo di strumenti che gli consentano di porsi direttamente in relazione con i terzi ed abbisognando a tal fine comunque dell'intervento della società di gestione, la sua configurazione quale soggetto autonomo finisce per rappresentare una complicazione non necessaria ai fini della tutela dei partecipanti (e semmai foriera di distorsioni, nella misura in cui potrebbe indurre a dubitare della possibilità che i creditori per obbligazioni contratte nell'interesse del fondo siano ammessi a rivalersi nei confronti della società di gestione, qualora i beni del fondo non risultassero sufficienti a soddisfare le loro ragioni).

1.2.5. In definitiva, dunque, atteso che l'ordinamento mal sopporta l'esistenza di un patrimonio privo di titolare, la soluzione che

meglio sembra rispondere alle esigenze sottese alla costituzione dei fondi comuni d'investimento e che trova più solidi agganci nella relativa disciplina resta quella che ravvisa nel fondo un patrimonio separato. La separazione, unitamente alle specifiche disposizioni cui s'è fatto cenno, garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono i proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo, lasciando però la titolarità formale di tali beni in capo alla società di gestione che lo ha istituito (con la precisazione che, ove la società promotrice non coincida col gestore, la suddetta titolarità formale, al pari della legittimazione anche processuale che ne consegue, spettano alla prima, potendo il gestore essere sempre sostituito, come si evince dal comma 2 bis del più volte citato art. 36).

1.3. La conclusione cui si è pervenuti implica che la Fimit, la quale cumula la veste di società promotrice con quella di gestore del fondo Delta, era pienamente legittimata ad agire in sede di merito per far accertare diritti di pertinenza del patrimonio separato in cui detto fondo si sostanzia, ed è altrettanto pienamente legittimata a proporre il presente ricorso per cassazione, rimanendo priva di rilievo sul piano processuale la spendita del nome del fondo.

1.4. Una seconda eccezione d'inammissibilità del ricorso muove dal presupposto che il provvedimento impugnato si fonda su ben nove distinte ed autonome rationes decidendi, non tutte puntualmente censurate dalla società ricorrente.

L'eccezione è però manifestamente infondata, perchè nel predetto provvedimento non è riscontrabile l'asserita pluralità di autonome rationes decidendi, ciascuna di per sé sola in grado di giustificare la conclusione cui il tribunale è pervenuto, bensì una mera concatenazio-

ne di profili argomentativi e di osservazioni, l'una all'altra legate, il cui insieme ha persuaso il giudice di merito dell'infondatezza del reclamo sottoposto al suo esame.

1.5. Altre due eccezioni sono volte a contestare l'ammissibilità dei due motivi del ricorso singolarmente considerati: in primo luogo, perchè entrambi risulterebbero privi di sufficiente specificità ed, in secondo luogo, perchè nessuno di essi sarebbe corredato da un adeguato quesito di diritto, come richiesto dall'art. 366 bis c.p.c. (applicabile *ratione temporis* alla fattispecie in esame).

Ma il difetto di specificità non sussiste, poiché - come meglio si dirà tra un momento - le doglianze formulate nei due motivi di ricorso, pur se sostanzialmente ruotano intorno al medesimo punto, risultano chiare e ben definibili.

Quanto ai quesiti di diritto, è certo vero che essi appaiono formulati in modo alquanto ridondante, ma il principio che la società ricorrente chiede sia affermato, e cioè che l'acquisto compiuto da una società di gestione del risparmio per conto di un fondo d'investimento da essa gestito ridonderebbe direttamente in capo a quest'ultimo, è chiaramente delineato ed altrettanto chiaramente si pone in contrasto con il fondamento della decisione impugnata.

2. Venendo al contenuto del ricorso, va subito detto che i due motivi dei quali esso si compone vertono sul medesimo tema e possono essere considerati unitariamente.

Muovendo dal presupposto che i fondi d'investimento siano autonomi centri d'imputazione giuridica, ma che l'acquisto di beni da parte loro possa avvenire solo mediante atti posti in essere dalla rela-

tiva società di gestione, la ricorrente sostiene che un tale acquisto, una volta effettuato, non richiede alcuna ulteriore attività negoziale per riversarne gli effetti in capo al fondo d'investimento.

Perciò, avendo la Fimit dichiaratamente partecipato all'incanto "per conto di uno o più fondi da essa gestiti", ed avendo poi, al momento del versamento del prezzo dopo l'aggiudicazione, esplicitato che era il fondo Delta quello per il quale essa agiva, il decreto di trasferimento avrebbe dovuto essere emesso in favore di detto fondo, realizzandosi in tal caso una forma di rappresentanza indiretta che consente di riferire senz'altro l'aggiudicazione al fondo per conto del quale la società di gestione risulti aver operato.

2.1. Tali argomentazioni non possono essere condivise.

L'infondatezza della tesi prospettata dalla ricorrente emerge chiaramente da quanto sopra osservato in ordine alla natura dei fondi comuni d'investimento. Il fatto che, per le ragioni già dianzi chiarite, tali fondi non costituiscano soggetti di diritto a sé stanti, bensì patrimoni separati della società di gestione che li ha istituiti, rende evidentemente insostenibile la pretesa di far intestare beni immobili al fondo, in luogo della società di gestione. Si può ipotizzare - ma non è questo il tema della presente causa - che l'intestazione debba essere accompagnata da un'annotazione idonea a rendere nota anche ai terzi l'esistenza del vincolo pertinenziale in favore del fondo, in coerenza con il regime di separazione patrimoniale che lo connota, ma non si può certo postulare l'esistenza di un rapporto di mandato o di rappresentanza tra la medesima società di gestione ed il fondo: perchè questo implicherebbe una duplicità soggettiva che non è invece ravvisabile.

3. Il ricorso, pertanto, deve essere rigettato con l'enunciazione

del seguente principio di diritto, alla luce del quale va corretta la motivazione del provvedimento impugnato:

“I fondi comuni d’investimento (nella specie un fondo immobiliare chiuso) costituiscono patrimoni separati della società di gestione del risparmio che li ha istituiti, con la conseguenza che, in caso di acquisto immobiliare operato nell’interesse di un fondo, l’immobile acquistato deve essere intestato alla suindicata società di gestione”.

4. La peculiarità della fattispecie e l’assenza di significativi precedenti giurisprudenziali in materia suggeriscono di compensare tra le parti le spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

La corte rigetta il ricorso e compensa le spese del giudizio di legittimità. Così deciso in Roma, il 8 giugno 2010. Depositato in Cancelleria il 15 luglio 2010.

SEPARAZIONE PATRIMONIALE DELLE SGR E CARATTERI DEI FONDI IMMOBILIARI *

1. Con la pronuncia in esame, la Suprema Corte affronta - attraverso un’analisi del principio di autonomia patrimoniale e del rapporto intercorrente tra le società di gestione del risparmio (Sgr) ed i fondi - la controversa tematica della soggettività giuridica dei fondi comuni d’investimento.

* Contributo approvato dai revisori

I giudici di legittimità ripercorrono la disciplina che regola la gestione collettiva del risparmio e richiamano alcune tesi formulate dalla dottrina, stabilendo una importante massima di diritto in merito alla separazione del fondo comune da quello della Sgr che lo ha istituito. Si è in presenza di un impianto sistemico che presenta particolare valenza con riguardo all'attribuzione in capo alla società di gestione – deputata alla promozione dei fondi – della titolarità giuridica dei beni acquistati per conto del fondo istituito.

Più precisamente, la Cassazione si sofferma sulla specificazione delle variegata finalità attribuite dalla regolazione al patrimonio della Sgr distinguendole rispetto a quelle sottese agli investimenti aventi natura finanziaria. L'obiettivo avuto di mira è quello di accertare «se davvero sia configurabile un'autonoma soggettività giuridica del fondo d'investimento, o se questo costituisca invece null'altro che un patrimonio separato della società che lo ha istituito». Ed all'uopo viene presa in considerazione la posizione giuridica dei soggetti partecipanti al fondo (nel cui interesse vengono effettuate le operazioni svolte dalla società di gestione del risparmio), posizione che è ritenuta rilevante ai fini di una ipotizzabile autonomia soggettiva del fondo.

La Cassazione ha inteso verificare la legittimità del reclamo proposto da una Sgr contro un provvedimento giudiziale che, a seguito della vendita all'incanto di un immobile appartenente ad una società fallita, ne aveva disposto il trasferimento alla Sgr medesima, «anziché, come da questa richiesto, al fondo comune di investimento di tipo chiuso ... da essa istituito e gestito». Più in generale, viene in considerazione la legittimità processuale della pretesa di soddisfacimento avanzata dai creditori di una Sgr nei confronti del patrimonio dei fondi da quest'ultima gestiti.

L'orientamento espresso dalla Suprema Corte - che ha negato la configurabilità di un'autonoma soggettività giuridica per i fondi comuni d'investimento, inquadrati alla stregua di patrimoni separati nell'ambito delle società di gestione - identifica nelle Sgr gli effettivi centri d'imputazione dei rapporti attivi e passivi posti in essere dal fondo. Mentre il giudice di *prime cure* si era pronunciato in senso affermativo sul riconoscimento di una piena autonomia giuridica ai fondi, la Cassazione pone in evidenza che la titolarità formale nell'acquisizione dei beni - al pari della legittimazione processuale - non può che spettare alla Sgr di riferimento, a causa della carenza nel fondo di un assetto organizzativo idoneo a conferire le capacità minime per la gestione dei beni che ad esso confluiscono¹.

Tale assunto non appare condivisibile. Come si tenterà di dimostrare qui di seguito esso contraddice con i principi ordinatori della materia e, dunque, contrasta, con i capisaldi della regolazione che disciplina le entità soggettive prese in considerazione nella sentenza che si annota².

2. Alla luce di tali premesse ricostruttive, appare necessario foca-

¹ A tal proposito, si richiama l'attenzione sulla circostanza che la sentenza, fra i motivi di diritto, chiarisce come «la separazione...garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono i proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo».

² Cfr. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, in corso di pubblicazione sul n. 4 della rivista Banca Borsa Titoli di Credito, 2011, II, (saggio che ho potuto visionare grazie alla cortesia dell'Autore) nel quale si osserva che «la soluzione offerta dalla Cassazione, pur prendendo avvio dalla disamina della normativa primaria di riferimento (art. 1 ed art. 36 d.lgs. 58 del 1998), non tiene conto dell'articolata evoluzione della normativa speciale e, in particolare, dei provvedimenti delle Autorità di settore emanati in attuazione del t.u.f. o delle determinazioni assunte in sede di approvazione dei regolamenti di gestione. Le scelte disciplinari in parola costituiscono un invalicabile limite che il ragionamento della Cassazione non riesce a superare; resta l'auspicio di un tempestivo intervento di riordino della materia che consenta l'assunzione di un nuovo paradigma in grado di supportare il corretto funzionamento della gestione collettiva del risparmio e, più in generale, di facilitare nuove forme di operatività e di sviluppo della finanza immobiliare».

lizzare l'attenzione sul percorso logico giuridico che ha condotto la Cassazione a tracciare una linea di demarcazione tra il patrimonio della Sgr e quello del fondo. Al riguardo, si dovrà dunque partire dall'individuazione del quadro regolamentare di riferimento entro cui collocare la disciplina dei fondi comuni d'investimento.

Come è noto, l'ingresso nell'ordinamento italiano della figura dei fondi comuni d'investimento aperti è avvenuto nel 1983 (l. n. 77), laddove successivamente con l. 14 agosto 1993, n. 344, venne introdotta la categoria dei fondi chiusi. Trattasi di provvedimenti normativi che disciplinano la amministrazione e gestione del risparmio senza sostanziali differenze tra le indicate tipologie di fondi; in particolare, profili di affinità si rinvencono vuoi nella previsione della forma contrattuale, vuoi nell'affermazione del principio di separazione patrimoniale tra Sgr e fondo, nonché nell'utilizzo del Regolamento del fondo (considerato quale strumento autoregolatorio di fissazione degli obiettivi e dei criteri di gestione).

A ciò aggiungansi le implicazioni rivenienti dal riconoscimento agli investitori di prerogative differenti a seconda che si versi in presenza di fondi aperti (ai quali è collegata la possibilità di una piena e continuativa libertà di uscita) ovvero di fondi chiusi (caratterizzati da un diritto al rimborso a scadenze predeterminate)³.

Significative nel delineato quadro normativo sono le indicazioni della legge n. 344 del 1993, che ascrive particolare rilievo alla disciplina della raccolta, dell'oggetto della gestione patrimoniale e del diritto al rimborso delle quote del fondo. Da qui l'orientamento dottrina-

³ Donde la possibile configurazione di un mercato secondario atto a consentire un immediato smobilizzo delle quote, cfr. ANNUNZIATA, *Fondi comuni di investimento e forme di gestione collettiva del risparmio*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, tomo I, pp. 465-467.

le a considerare i momenti della raccolta e dell'emissione di strumenti partecipativi un *unicum* della fattispecie normativa in parola (laddove il *rimborso* delle quote segue le previsioni normative contenute nel regolamento che lo riconduce a scadenze prefissate).

In tale contesto assume specifico rilievo la prescrizione in origine recata dall'art. 8 della predetta legge n. 344 (ora trasfusa nel disposto dell'art. 39 t.u.f.) che disciplina il funzionamento del «regolamento» del fondo. In particolare, si sancisce il principio dell'autonomia del fondo, stante la previsione secondo cui «il fondo è istituito dall'assemblea ordinaria della società di gestione, la quale al contempo ne approva il regolamento»⁴. Si puntualizzavano, inoltre, i contenuti del regolamento, vale a dire l'indicazione della banca depositaria dei titoli e dei beni di pertinenza del fondo, nonché degli organi deputati alle scelte d'investimento e dei criteri di ripartizione conseguenti, procedendo da ultimo alla determinazione delle modalità di partecipazione al fondo⁵.

Si individuano dunque i tratti caratteristici della gestione collettiva del risparmio, che si articola nell'organizzazione della raccolta di capitali tra il pubblico e nel relativo impiego sui mercati finanziari. Non a caso sul punto, già in occasione dell'emanazione della l. n. 77 del 1983, la dottrina ha sottolineato che «le caratteristiche specifiche del fondo comune ne fanno un intermediario finanziario *tipico, specializzato* diverso dagli altri intermediari finanziari»⁶, vale a dire

⁴ Sul punto, con riferimento alla nuova disciplina, cfr. ANNUNZIATA, *Op. cit.*, p. 462 (nt. 15), ove si fa notare che «la scelta dell'organo sociale competente ad approvare il regolamento del fondo è lasciata all'autonomia della società di gestione: potrà dunque trattarsi sia dell'assemblea, sia del consiglio di amministrazione».

⁵ Cfr. CHIAPPETTA, *Fondi comuni chiusi. Legge n. 344 del 1993 e relative disposizioni attuative. Una analisi sistematica*, in *Riv. soc.*, 1997, n. 5-6, p. 996 ss.

⁶ Cfr. COSTI, *Fondi comuni di investimento. Profili organizzativi*, in *Banca borsa tit.*

un'entità disciplinata in maniera congiunta dalle Autorità di vigilanza (Banca d'Italia e Consob), dal Regolamento del fondo e da criteri ordinatori che fanno capo all'autonomia contrattuale dei privati.

Ciò posto, ben si comprende la funzione della società di gestione notoriamente dedita al collocamento dei certificati di partecipazione presso i sottoscrittori (a fronte del pagamento del prezzo di emissione), procedendo sul piano delle concretezze a convogliare risparmio verso il fondo. Ed invero, il contenuto dell'esercizio gestorio di tale società sembra sostanziarsi nel compimento di operazioni in titoli finanziari e nell'amministrazione della massa patrimoniale raccolta, attività che incontra, tuttavia, limiti nelle condizioni poste dal regolamento del fondo.

A ben considerare, le funzioni sopra menzionate rispondono ad una sorta di mandato cui la società di gestione è tenuta; in tal senso, del resto, orienta la *ratio* dell'abrogato art. 4, comma 1, della legge n. 77 del 1983 (ora art. 40, comma 2 t.u.f.), nel quale si precisava che: «la società di gestione provvede nell'interesse dei partecipanti agli investimenti, alle alienazioni e alle negoziazioni, all'esercizio dei diritti inerenti ai titoli e di ogni altro diritto compreso nel fondo comune, alla distribuzione dei proventi e ad ogni altra attività di gestione». In sostanza, alla società è demandata la gestione dell'attività economica, mentre al fondo sono attribuiti i profitti dell'operazione di investimento, pur essendo riconducibili alla prima taluni effetti degli atti negoziali posti in essere dal fondo.

Si comprende, pertanto, la ragione per cui la Sgr assuma il ruolo di gestore, dotato del potere di disporre – ma non anche di godere –

dei beni del fondo, essendo «indifferente alle vicende cui va incontro sia sotto il profilo materiale sia sotto il profilo economico il fondo ... limitandosi il suo interesse patrimoniale alla percezione di una commissione sottratta, come tale e in linea di principio, alle vicende dei beni gestiti»⁷.

3. Nel delineato contesto diversi sono i profili di responsabilità ascrivibili alla Sgr per quanto attiene le obbligazioni derivanti dall'attività di gestione, stante la previsione disciplinare in base alla quale «i creditori della società di gestione non possono far valere i loro diritti sul fondo» (art. 36, comma 6, t.u.f.). Da qui la necessità di chiarire il problema della qualificazione giuridica del fondo e, più in particolare, dei rapporti che si instaurano tra la società di gestione ed i partecipanti con riguardo al patrimonio rappresentato dalle attività finanziarie raccolte (*i.e.* i rapporti tra la Sgr ed i partecipanti al fondo).

In via preliminare va evidenziata l'attenzione del legislatore nel precludere ai creditori della società di gestione di soddisfare le proprie pretese sul patrimonio del fondo per obbligazioni estranee alla gestione stessa; in tal senso orienta il disposto dell'art. 36, comma 6, t.u.f., nel quale si afferma che «ciascun fondo comune di investimento, o ciascun comparto di uno stesso fondo, costituisce patrimonio autonomo, distinto a tutti gli effetti dal patrimonio della società di gestione del risparmio e da quello di ciascun partecipante, nonché da ogni altro patrimonio gestito dalla medesima società», statuizione che consente l'ammissibilità di eventuali «azioni dei creditori dei singoli investitori ... soltanto sulle quote di partecipazione dei medesimi».

⁷ Così COSTI, *Op. cit.*, p. 293.

A fronte di tali precisazioni normative, sembra debba farsi riferimento alla figura del «patrimonio autonomo» e, in particolare, alla considerazione formulata in dottrina che «l'individuabilità di un complesso di beni definibile come un patrimonio unitario dipende... dalla rilevanza giuridica della funzione, cioè dell'interesse a cui tali beni sono nel loro complesso finalizzati»⁸; interesse che, nel nostro caso, potrebbe concretizzarsi nell'autonoma attività gestoria di un complesso di beni specifici e separati, orientata a remunerare l'investimento iniziale. In altri termini, il patrimonio del fondo viene dal legislatore tenuto distinto e separato da quello della Sgr nell'interesse dei partecipanti. Ciò, fermo restando che, a giudizio della Corte di Cassazione, la struttura organizzativa del fondo, come configurata dalla vigente normativa, deve ritenersi inidonea per legittimare l'imputazione di beni all'Oicr.

A ben considerare, la gestione ha come riferimento un patrimonio sul quale si riflette l'interesse dei partecipanti al fondo, i quali hanno di mira la tutela (del valore) del proprio investimento.

Ed invero, dopo l'adozione del d.lgs. n. 58 del 1998, il rapporto che si instaura tra la società di gestione ed i singoli partecipanti al fondo trova la propria ragion d'essere nel dovere della prima di amministrare il patrimonio a favore dei secondi (interessati ad una gestione sana e profittevole ed in linea con il profilo di rischio-rendimento desiderato). Ciò, ascrive particolare significato alla formula del *gestore unico*, finalizzata ad aumentare l'efficienza complessiva del comparto

⁸ Cfr. FERRI JR., *Patrimonio e gestione. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. comm.*, 1992, I, p. 25 ss. L'A. ricostruisce la disciplina del fondo comune «in termini di complesso di beni funzionalmente collegato, e cioè patrimonio, rilevante unicamente come oggetto di gestione, vale a dire disciplinato esclusivamente sotto il profilo dell'organizzazione dell'attività».

e, per tal via, a migliorare il funzionamento complessivo del mercato del risparmio⁹.

Va da sé, peraltro, che la gestione si estrinseca in un'attività di amministrazione, che trova compendio essenzialmente nella realizzazione di operazioni finanziarie di competenza esclusiva degli organi della Sgr¹⁰.

4. Ciò posto, occorre verificare la portata della pronuncia in esame nel riferimento all'evoluzione giurisprudenziale in materia. E' bene muovere dalla ricostruzione normativa evidenziata dalla Corte di Cassazione che, nell'imputare all'attività della Sgr gli atti di negoziazione posti in essere dal fondo, sottolinea l'inderogabilità della presenza di un *patrimonio distinto*, cui conseguirebbe l'esclusione della personalità giuridica in capo al fondo. Alla base di tale impostazione è il convincimento che la direzione unitaria dell'attività economica prevale sul singolo atto negoziale, sicché il complesso dei beni acquistati dal fondo comune sarebbe da riferirsi all'organizzazione gestoria esercitata dalla Sgr e non anche alla sfera economico-patrimoniale del fondo.

Da qui l'emersione di taluni profili di criticità circa la natura giuridica ascrivibile al fondo. Sebbene la sentenza in esame sia *prima facie* apprezzabile per la stretta aderenza al dato normativo, altrettanto opinabile appare la conclusione cui essa perviene, sostenendo che i fondi non sarebbero dotati di una struttura organizzativa idonea alla realizzazione di operazioni di acquisizione di beni immobili. E' evi-

⁹ Cfr. LEMMA, *Le società di gestione del risparmio*, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, tomo II, p. 674 ss., ove si esamina il ruolo della Sgr nel riferimento alla struttura dei fondi comuni di investimento.

¹⁰ Cfr. GANDINI, *Gestione e responsabilità nei fondi comuni di investimento mobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1989, n. 1, p. 199.

dente come a detta costruzione sia sotteso l'intento di separare la titolarità di un diritto reale (la proprietà) dal potere di disposizione dello stesso; donde la classificazione del patrimonio come destinato ad uno specifico affare e la successiva sua sottrazione al soddisfacimento di creditori della Sgr (estranei allo svolgimento delle attività del fondo)¹¹.

Da tale impostazione si percepisce un'incrinatura del principio di unitarietà del patrimonio, come disciplinato dall'art. 2740 c.c.; di tal che, se da un lato viene riconosciuta ai fondi una specifica autonomia patrimoniale, dall'altro è loro negata la capacità di essere titolari delle vicende negoziali in cui risultano coinvolti. Ne consegue che ove si ritengano i fondi dotati di un patrimonio autonomo e separato, a questi dovrebbe essere ascritta la titolarità di atti traslativi di beni. Non v'è dubbio, peraltro, che una diversa conclusione induce a considerare il fondo alla stregua di un mero *contenitore vuoto*, assoggettato essenzialmente alla direzione economica della Sgr.

La sentenza sottolinea che il patrimonio destinato ad uno specifico affare si deve ricondurre alla titolarità del soggetto che lo ha istituito (la Sgr) e che ogni attività negoziale o processuale posta in essere nell'interesse del *patrimonio separato* viene espletata in nome del suo titolare. Si tende, dunque, a stabilire che l'investimento sarebbe maggiormente tutelato imputando la massa patrimoniale alla società di gestione, in quanto dotata di una struttura azionaria più stabile rispetto

¹¹ Cfr. BIGLIAZZI GERI, *Patrimonio autonomo e separato*, in *Enc. dir.*, Milano, 1982, vol. XXXII, pp. 280-281. L'A. definisce i patrimoni autonomi o separati come «entità caratterizzate dalla non distraibilità dei singoli elementi dalla destinazione che li unifica e, di conseguenza, la loro sottoposizione a speciali misure di conservazione e di amministrazione, nonché la concentrazione su di esse della garanzia, in forma più o meno esclusiva e, perciò, della responsabilità per le obbligazioni trovanti la loro causa nella destinazione suddetta».

a quella del fondo (le cui quote sono detenute dal pubblico indistinto dei sottoscrittori).

Più in particolare, i giudici di legittimità sembrano riprendere la tesi secondo cui «la società di gestione investe le somme versate dai partecipanti nel loro interesse rispondendo per la gestione secondo le regole del mandato: la titolarità è concessa in funzione di questa attività, e per l'osservanza dello scopo è prevista la responsabilità del tipo di quella del mandatario»¹². Ciò implica l'accettazione del riferimento ad una *separatezza* del patrimonio del fondo che si ricollega alla specifica destinazione dell'operazione¹³.

Si addivene così ad una funzionalizzazione del patrimonio strumentale al perseguimento di uno specifico scopo: l'interesse al profitto dei partecipanti; ed invero, «ciò che viene separato... se per un verso è sottratto alla generalità delle possibili azioni esecutive, al contempo, e specularmente, viene preservato a favore di una cerchia ben definita di soggetti»¹⁴, donde l'emersione di una chiara eccezione al principio di *unità patrimoniale* del codice civile, fermo restando che - nel sistema della gestione collettiva - la separazione patrimoniale non assolve ad una mera funzione di garanzia, ma è connaturata alla tipologia di attività¹⁵.

5. Tale impostazione, a ben considerare, si pone in contrasto con il

¹² Cfr. ASCARELLI F., *I fondi comuni di investimento*, in *Tratt. dir. priv.* diretto da Pietro Rescigno, Torino, 1985, vol. XVI, tomo II, pp. 754-755.

¹³ Cfr. JANNARELLI, *Brevi note a proposito di "soggetto giuridico" e di "patrimoni separati"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, IV, p. 1253 ss.

¹⁴ Cfr. GABRIELE, *Dall'unità alla segmentazione del patrimonio: forme e prospettive del fenomeno*, in *Giur. comm.*, 2010, IV, p. 593 ss.

¹⁵ Cfr. LEMMA, *Autonomia dei fondi comuni di investimento e regolazione della gestione collettiva del risparmio*, cit., ove si evidenziano le differenze che intercorrono tra la gestione collettiva del risparmio e l'impiego della separazione patrimoniale a fini di garanzia, come può avvenire in genere nell'ordinamento finanziario.

contenuto dell'art. 36, comma 6, t.u.f. La Cassazione ha forse considerato troppo frettolosamente la società di gestione quale unico centro di imputazione soggettiva dei beni, ancorando all'*interesse* dei partecipanti l'applicazione della disciplina della separazione patrimoniale, consentendo quindi un ampliamento delle funzioni gestorie della Sgr.

Ed invero, posto che «la separazione patrimoniale che caratterizza ciascun fondo (qualunque ne sia la natura) esclude, in linea di principio, che questo possa rimanere coinvolto nelle perdite di altri fondi gestiti dallo stesso soggetto, ciò a meno di non voler dare adito a ipotesi di *mala gestio* e confusione tra patrimoni»¹⁶, emergono talune giustificate perplessità sulla congruità della motivazione della sentenza.

Come sottolineato dalla dottrina, nella *separatezza* del patrimonio del fondo il fascio di rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo a quest'ultimo deve ritenersi *distaccato* dal patrimonio della Sgr, in quanto assoggettato ad una autonoma *sorte* giuridica¹⁷. Difatti, «parlando di patrimonio separato si intende un patrimonio pur sempre riferito o riferibile, imputato o da imputarsi, agganciato almeno in prospettiva ad un soggetto, ma da questo in qualche modo, in qualche misura distinto ed allontanato»¹⁸.

Ne consegue che nel modello organizzativo del fondo i beni che lo compongono costituiscono, da un punto di vista giuridico, un patrimonio *distinto* e *autonomo* sia dal patrimonio della società di gestione, sia dai patrimoni dei singoli partecipanti¹⁹. Pertanto, alla Sgr

¹⁶ Cfr. SEPE, *Il risparmio gestito*, Bari, 2000, p. 192.

¹⁷ Cfr. MIOLA – BRIOLINI, *Commento sub art. 36*, in AA.VV., *Commentario al testo unico della finanza*, diretto da Campobasso, Torino, 2002, I, p. 332.

¹⁸ Così FERRO-LUZZI, *La disciplina dei patrimoni separati*, in *Riv. soc.*, 2002, I, p. 122.

¹⁹ Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.* diretto da Cotti-

spetta solamente la gestione ed amministrazione dei beni oggetto del patrimonio ferma l'appartenenza di questi ultimi al fondo, in virtù della separazione patrimoniale prevista dall'art. 36, comma 6²⁰.

Al riguardo, va fatto presente che l'impostazione della Cassazione non tiene conto dei cambiamenti apportati dal d.l. 31 maggio 2010, n. 78 (convertito con l. 30 luglio 2010, n. 122), il quale definisce le aree di competenza dell'assemblea dei partecipanti ai fondi comuni di investimento chiusi, delineando forme nuove di intervento sulle decisioni adottate dalla Sgr. In particolare, non viene preso in considerazione che tale innovazione normativa prevede un maggiore coinvolgimento degli investitori del fondo; ciò, nonostante il diverso avviso espresso da parte della dottrina secondo cui «il riconoscimento di forme di organizzazione di gruppo tra i partecipanti non ha lo scopo di attribuire loro poteri gestori, anche di iniziativa, analoghi a quelli della SGR»²¹.

Va tenuto presente, inoltre, che il decreto del Ministero dell'Economia n. 197 del 2010 (di modifica del decreto n. 228 del 24 maggio 1999), pur stabilendo che «l'assemblea dei partecipanti delibera sulla modifica delle politiche di gestione» (art. 18-bis, comma 1), non sembra attribuisca al fondo il potere di influenzare le scelte della società di gestione, né tanto meno di condizionarne le strategie di investimento. Trattasi di un orientamento che trova conferma nei contenuti del documento di consultazione per la revisione del Provvedimen-

no, Padova, 2004, vol. VIII, p. 405.

²⁰ Cfr. COSTI – ENRIQUES, *Op. cit.*, p. 439, ad avviso dei quali «il legislatore cerca di dare concretezza all'affermata autonomia del fondo non solo imponendo regole organizzative che consentano di individuare quali siano i beni afferenti a ciascun fondo ma anche stabilendo ... che la società di gestione del risparmio non può in alcun caso utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, i beni di pertinenza dei fondi gestiti».

²¹ Cfr. DELLA VECCHIA, *La governance dei fondi comuni di investimento chiusi*, in *Società*, 2010, n. 11, p. 1337.

to della Banca d'Italia del 14 aprile 2005²² (nel quale viene preclusa qualsiasi forma di ingerenza dei partecipanti nell'attività gestoria)²³.

6. Una soluzione quella adottata dalla Cassazione, che nella fattispecie in commento tende ad attribuire un'attività di direzione economica in capo alla Sgr, laddove il fondo è notoriamente riconosciuto quale centro d'interesse verso il quale convergono le dinamiche relazionali della gestione collettiva del risparmio²⁴.

E' in tale prospettiva che vengono in considerazione anche la struttura e le tecniche procedurali che la Sgr decide di adottare in sede di redazione del regolamento di gestione del fondo; esse, infatti, rappresentano le modalità concrete attraverso le quali un fondo immobiliare entra in relazione con i terzi.

Consegue che la corretta collocazione del fondo nel nostro ordinamento - al di fuori della sfera patrimoniale della Sgr - è il giusto presupposto di un processo volto all'individuazione delle aree di forza e dei punti di debolezza che segnano il modello di gestione adottato. Se la Corte avesse proceduto in tale direzione, si sarebbero potuti identificare gli interventi necessari per fruire delle opportunità offerte dal mercato nel rispetto degli obiettivi della vigilanza finanziaria.

Quanto sopra solleva i numerosi dubbi prospettati nei paragrafi

²² "Revisione della disciplina secondaria in materia di gestione collettiva del risparmio. Modifiche al regolamento sulla gestione collettiva del risparmio in materia di approvazione dei regolamenti dei fondi e comitati dei partecipanti", Marzo 2010.

²³ Alla luce di ciò, si comprende come le argomentazioni della Cassazione tendano ad escludere fermamente la partecipazione di organismi consultivi (quali i comitati e l'assemblea) ai processi di modifica del regolamento predisposto dalla società di gestione istituenda del fondo.

²⁴ Cfr. LEMMA, *I Fondi Immobiliari tra Investimento e Gestione. Parte Generale*, Bari, 2006, p. 163; di recente, si v. LEMMA, *Crisi finanziaria e stabilità dei fondi immobiliari*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, a cura di Amorosino, Alpa, Troiano, Antonucci, Conte, Pellegrini, Sepe, Padova, 2010, tomo II, p. 1227 ss.

che precedono. Come già evidenziato, appare quantomeno *forzato* il richiamo alla disciplina dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, attraverso i quali – secondo le argomentazioni della Cassazione – «si garantisce adeguatamente la posizione dei partecipanti, i quali sono proprietari sostanziali dei beni di pertinenza del fondo, lasciando però la titolarità formale di tali beni in capo alla società di gestione che lo ha istituito».

Tali perplessità si amplificano se si prendono in considerazione anche le valutazioni formulate da un'insigne dottrina con riguardo all'istituto cui si richiama la corte, secondo cui «la separazione patrimoniale può ingenerare irresponsabilità del patrimonio separato per i debiti del disponente e può ingenerare irresponsabilità del disponente per i debiti del patrimonio separato, benché egli possa mantenere un interesse alla realizzazione del fine e conservare la gestione»²⁵. Tali valutazioni destano maggior preoccupazione nell'ambito dell'ordinamento finanziario, ove la sana e prudente gestione è da sempre garantita da elevati livelli di responsabilizzazione degli intermediari. Si ravvisa, dunque, un evidente contrasto tra la direzione indicata dalla Corte e gli obiettivi della vigilanza sanciti dall'art. 5 del d. lgs. 58 del 1998.

In conclusione, di certo si è persa una buona occasione da parte dei giudici di legittimità per sottolineare l'importanza dell'imputabilità del patrimonio del fondo alla collettività dei partecipanti. Più in particolare, oltre a non considerare la direzione segnata dalla prassi operativa, non sono state tenute in debita considerazione le conseguenze di una decisione siffatta nella disciplina dei fondi comuni di

²⁵ Cfr. OPPO, *Brevi note sulla trascrizione di atti di destinazione (Art. 2645 ter c.c.)*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, pp. 3-4.

investimento, rischiando così di costituire un *pericoloso* precedente giurisprudenziale.

In altri termini, meglio avrebbe fatto la Corte se, in luogo di ricercare di estendere oltre modo gli istituti del diritto commerciale, avesse proceduto all'esame della normativa speciale (primaria e secondaria) al solo fine di dar voce alla legge, riconoscendo il dovuto spazio alle tecniche procedurali maggiormente adeguate a garantire una gestione professionale degli attivi patrimoniali.

Andrea Miglionico

Assegnista di ricerca in Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Roma «La Sapienza»

CORTE D' APPELLO DI TORINO, I SEZIONE CIVILE

sentenza 26 gennaio 2011

Presidente: Converso; Giudice relatore: Patti

Pegno di denaro o titoli – natura regolare o irregolare – criterio discrezionale – mandato ad amministrare, a sostituire e a vendere in caso di inadempimento – rilevanza.

Ai fini della distinzione fra pegno regolare e pegno irregolare, ove la scrittura costitutiva attribuisca alla banca il mandato ad amministrare ed eventualmente a sostituire i titoli dati in pegno ed a venderli in caso di inadempimento delle obbligazioni garantite va ravvisata la natura regolare del pegno, essendo tali previsioni incompatibili con quelle proprie del pegno irregolare, cioè il diretto trasferimento del denaro o dei titoli depositati presso il creditore in proprietà del medesimo, con il diritto di soddisfarsi direttamente, per corrispondente quantità, allorquando l'obbligazione garantita rimanga inadempita.

(Artt. 2796 - 2798 c.c.; 53 l. fall; ...)

Omissis

Con il primo motivo di gravame, la banca appellante deduce la natura irregolare del pegno costituito in proprio favore (comportante la con-

seguinte deroga all'applicazione della disciplina posta dall'art. 53 l. fall.), sull'assorbente rilievo della previsione pattizia (*omissis*) di una vendita dei titoli con modalità diverse (con mero preavviso, in forma scritta, di cinque giorni con o senza incanto, a mezzo di intermediari od altre persone autorizzate o, in mancanza, di ufficiale giudiziario) da quelle stabilite dall'art. 2797 c.c. (con particolare riferimento alla necessità di intimazione al debitore di pagamento e del suo diritto di opporsi alla vendita): nel rispetto o meno di tali forme individuato l'ambito del diritto di disposizione dei beni costituiti in pegno, discrezionale della natura irregolare (in caso positivo) ovvero irregolare (in caso negativo) del pegno.

Eccepisce il Fallimento appellato l'infondatezza del mezzo, per l'ampia ricognizione operata dal tribunale di tutta la documentazione prodotta dalla banca, al fine dell'accertamento della natura regolare del pegno costituito in suo favore, per la carenza dell'attribuzione di un potere di disposizione dei titoli da esso gravati, come risultante anche dalle modalità di vendita dei titoli (sostanzialmente riprodottrici di quelle stabilite dall'art. 2797 c.c.), comunque ancorate all'inadempimento del debitore (a differenza del potere dispositivo attribuito con il pegno irregolare, a prescindere da esso) ed in ogni caso anche indipendentemente da esse, in particolare per il conferimento di mandato per l'amministrazione dei titoli, deponente in senso ostativo ad un trasferimento in proprietà degli stessi.

Omissis

Sulla base di tali elementi risulta pertanto indiscussa, come esattamente ritenuto dal tribunale, la natura regolare del pegno: incompatibili con il diretto trasferimento delle somme di denaro o dei titoli depositati presso il creditore in proprietà del medesimo, con il suo diritto

di soddisfarsi direttamente sulla cosa, al di fuori del concorso con gli altri creditori e non già secondo il meccanismo di cui agli artt. 2796 – 2798 c.c., postulante l'altruità delle cose ricevute in pegno (così, tra le altre: Cass. 5 dicembre 2006, n. 26154, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, 469; Cass., 24 maggio 2005, n. 10000, in *Giust. civ.*, 2005, I, 2154), le suddette previsioni di mandato (per il mantenimento della proprietà dei titoli al costituente in pegno; nel senso dell'individuazione di un pegno regolare, tra gli altri elementi, anche dal conferimento di un mandato a vendere *in rem propriam*, siccome non determinante il trasferimento in capo al mandatario della proprietà del bene, né privante il mandante del potere di disporre del suo diritto di proprietà sul bene oggetto del mandato: Cass. 16 giugno 2005, n. 12964, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, 162), di rotatività dello stesso (tendenzialmente ridondando nel medesimo senso le caratteristiche di possibilità di sostituzione non novativa dei titoli, risultante da atti scritti aventi data certa, di loro consegna e del valore di sostituzione non superiore a quello sostituito; così, tra le altre: Cass. 5 marzo 2004, n. 4520, in *Fall.*, 2005, 547) e di predeterminazione della vendita, soltanto in caso di inadempimento delle obbligazioni garantite, secondo modalità sostanzialmente affini, per la previsione di un preavviso in forma scritta di cinque giorni, a quelle previste dagli artt. 2796 ss. c.c., peculiarmente scriminanti il pegno regolare da quello irregolare (come ribadito ancora ultimamente da: Cass. 1° febbraio 2008, n. 2456, in *Fall.*, 2008, 2456).

Dalle superiori argomentazioni discende coerente la reiezione del mezzo esaminato, per la sua infondatezza.

Omissis

**IL POTERE DELL'INTERMEDIARIO DI DISPORRE
DELLA RES COSTITUITA IN PEGNO REGOLARE
TRA DISCIPLINA DI DIRITTO COMUNE
E DISCIPLINA DI DIRITTO SPECIALE.***

1. La sentenza in commento consente di muovere dalla problematica relativa al criterio discrezionale tra pegno regolare e pegno irregolare - da vagliare anche alla luce della disciplina speciale dei contratti di garanzia finanziaria introdotta con il D. Lgs. 21 maggio 2004, n. 170¹ (d'ora innanzi "Decreto", attuativo della Legge, 3 febbraio 2003, n. 14 - legge comunitaria 2002) di recepimento della Direttiva 2002/47/CE² (d'ora innanzi "Direttiva", come modificata dalla Direttiva 2009/44/CE³) - per analizzare i poteri dispositivi che fanno capo al creditore pignoratizio.

La gestazione ed il recepimento a livello interno della disciplina sul *collateral* è avvenuta, guardando all'ordinamento italiano, nell'ambito di un clima culturale di revisione di alcuni dogmi del diritto civile considerati in passato dei veri e propri tabù. Già da anni, infatti, la dottrina ha proceduto ad un ridimensionamento del "falso mito" della *par condicio creditorum*⁴, anche nella disciplina concorsu-

* Contributo approvato dai revisori

¹ In G.U. 15 luglio 2004, n. 164, serie generale.

² In G.U.C.E., 27 giugno 2002, L168.

³ In G.U.C.E., 10 giugno 2009, L 146. Tale ultima Direttiva è stata recepita in Italia con il D.Lgs., 24 marzo 2011, n. 48, in G.U., 21 aprile 2011, n. 92, serie generale.

⁴ Così MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, in (a cura di) M. Lamandini - C. Motti, *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 769 richiamando sul punto il noto scritto di SCHLESINGER P., *L'eguale diritto dei creditori di essere soddisfatti sui beni del debitore*, in *Le ragioni del diritto, Scritti in onore di Luigi Mengoni*, I, Milano, 1995, 918, 930; vanno altresì ricordati, prima ancora, CICCARIELLO S., *Privilegio del credito e uguaglianza dei creditori*, Milano, 1983, 144 ss.; COLESANTI V., *Mito e realtà nella <<par condicio>>* e JAEGER P.G., *Par condicio creditorum*, negli Atti del III Congresso di Studi sulle procedure concorsuali, Sanremo, 1983, in *Fall.*, 1984, 1

ale⁵; alla rivisitazione *funditus* della disciplina delle garanzie mobiliari (in particolare del pegno⁶) nonché del principio del *numerus clausus* dei diritti reali di garanzia⁷ mediante la propensione verso una maggiore apertura verso le alienazioni in funzione di garanzia⁸; nonché, da ultimo, alla revisione dello stesso divieto del patto commissorio attraverso la rivalutazione dell'antica figura del patto marciano⁹ il quale - almeno nell'ambito della disciplina delle garanzie finanziarie - pare assurgere a modello di riferimento per le alienazioni in funzione di garanzia e per le nuove forme di autotutela, individuandosene la *ratio* nell'arricchimento ingiustificato nonché nel principio di proporziona-

ss.; TUCCI G., *Il diritto dei privilegi di fronte al principio di uguaglianza*, in *Foro it.*, 1984, I, 1984, I, 647. Da ultimo, sul tema, v. DE CICCO O., *Le classi di creditori nel concordato preventivo. Appunti sulla par condicio creditorum*, in *Quaderni della Rivista di Diritto dell'Impresa*, Napoli, 2007 e CAPPONI B., *Par condicio e intervento dei creditori*, in *Riv. esec. forz.*, 2, 2005, 249 ss.

⁵ BONGIORNO G., *La tutela espropriativa speciale del creditore pignoratizio*, in *Riv. dir. proc.*, 1990, 1068-1069.

⁶ Il pensiero corre, per il pegno, agli studi di GABRIELLI E., *Il pegno "anomalo"*, Padova, 1990 e ID., *Sulle garanzie rotative*, Napoli, 1998; in generale, per le garanzie mobiliari, il riferimento è a CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari. Modelli e problemi nella prospettiva europea*, Milano, 2001 e a VENEZIANO A., *Le garanzie mobiliari non possessorie. Profili di diritto comparato e di diritto del commercio internazionale*, Milano, 2000; per alcune riflessioni, v. TROVATORE G., *I nuovi confini delle garanzie reali mobiliari*, in *I mobili confini dell'autonomia privata*, Atti del Convegno di studi in onore del Prof. Carmelo Lazzara. Catania 12-14 settembre 2002, a cura di M. Paradiso, Milano 2005, 277 ss. Si ricordano, inoltre, anche gli studi di PISCITELLO P., *Le garanzie bancarie flottanti*, Torino, 1999. Più recentemente, v. pure le considerazioni di insieme di GALLETTI D., *La ripartizione del rischio di insolvenza*, Bologna, 2006, 284 ss.

⁷ Sul punto, v. MARINO R., *Recepimento della direttiva 2002/47/CE sui contratti di garanzia finanziaria. Le innovazioni nel diritto delle garanzie reali*, in *Rass. dir. civ.*, 4, 2005, 1170. Per l'affermazione secondo cui la disciplina sui contratti di garanzia finanziaria avrebbe determinato il definitivo superamento del divieto, v. BONFANTI F., *Commento alla normativa sui contratti di garanzia finanziaria prevista dal D. legisl. n. 170 del 2004: spunti civilistici*, in *Studium iuris*, 5 e 7, 2007, 675.

⁸ ANELLI F., *L'alienazione in funzione di garanzia*, Milano, 1996; un orientamento contrario all'apertura verso forme di alienazione in funzione di garanzia si registra in MINNITI, G.F., *Patto marciano e irragionevolezza del disporre in funzione di garanzia*, in *Riv. dir. comm.*, 1997, I, 29 ss.

⁹ BUSSANI M., *Il problema del patto commissorio*, Torino, 2000 e CIPRIANI N., *Patto commissorio e patto marciano. Proporzionalità e legittimità delle garanzie*, Napoli, 2000. Sul divieto, da ultimo, BOTTA C., *Vendita, accordo di retrovendita e divieto del patto commissorio*, in *Notariato*, 2010, 1, 75 ss.

lità tra credito e garanzia¹⁰ (in tale direzione pare convergere anche lo *standard* di “ragionevolezza commerciale” di cui all’art. 8 del Decreto¹¹). Com’è stato osservato, poi, la stessa evoluzione legislativa ha determinato un progressivo svuotamento del principio della responsabilità patrimoniale del debitore con tutti i suoi beni che si traduce, da un lato, in una minor cura per gli interessi dei terzi creditori costituendo un’eccezione al principio dell’art. 2741 c.c.; e, dall’altro, in un maggior spazio per l’autonomia delle parti del rapporto di garanzia¹².

Tutto quanto indicato è avvenuto attraverso l’imporsi prepotente sulle codificazioni di *civil law* della nuova *lex mercatoria* costituita dalle prassi internazionali di ascendenza angloamericana¹³.

Il XIV *considerando* della Direttiva prevede infatti la valorizzazione delle “*sane pratiche di gestione del rischio utilizzate comunemente nei mercati finanziari*” richiamando chiaramente le *best practi-*

¹⁰ In tal senso, come ricorda FIORENTINI F., *La riforma francese delle garanzie nella prospettiva comparatistica*, in *Europa dir. priv.*, 2006, 1169, 1178 e 1198, era orientata la proposta del progetto della Commissione Grimaldi nominata dal Governo francese il 3 ottobre 2001 per la celebrazione del bicentenario del *Code civil* volta ad introdurre nelle disposizioni generali la statuizione secondo cui la garanzia non può essere una fonte di arricchimento per il creditore (art. 2287 co. 2 dell’*avant-projet de texte*). In Italia la rivisitazione del divieto del patto commissorio alla luce dell’ingiustificato arricchimento e del criterio di proporzionalità si deve, rispettivamente, ai recenti studi di M. Bussani e N. Cipriani.

¹¹ GUCCIONE A.V., *Commentario al D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2008, 4, 824.

¹² GARDELLA A., *Le garanzie finanziarie nel diritto internazionale privato*, Milano, 2007, 262 [della stessa Autrice, v. pure *Le garanzie finanziarie e le clausole di close out netting*, in (a cura di) G. Visintini, *Trattato della responsabilità contrattuale*, Padova, 2009, II, 709 ss.]; sul punto, analogamente, MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva 2002/47/CE*, in *Contratti*, 1, 2003, 86; sulla deroga alla regola della *par condicio creditorum*, v. pure PERASSI M., *Il diritto comunitario dei pagamenti*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 160.

¹³ Nell’ambito dei contratti derivati, sottolineano l’importanza della “standardizzazione” contrattuale come elemento di agevolazione della negoziabilità CAPRIGLIONE F., *I prodotti derivati: strumenti per la copertura dei rischi o per nuove forme di speculazione finanziaria?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, I, 359 e FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 141.

ces contrattuali internazionali¹⁴.

2. Nonostante il *milieu* indicato, l'impatto nell'ordinamento interno del recepimento della Direttiva è stato, in ogni caso, definito "sismico"¹⁵ e foriero di una "rivoluzione silenziosa" in tema di garanzie reali¹⁶; tanto che la dottrina ha osservato come "nuovi compiti [...] si profilino anche per lo studioso del diritto privato, con la sfida proveniente, nel caso specifico, dalle regole del diritto finanziario, tendente a provocare l'adeguamento delle categorie civilistiche alla nuova realtà normativa, la quale non può più essere confinata in un angolo, soltanto in ragione della sua pretesa specificità: il tema del raccordo fra la disciplina del settore in questione – in questo caso quanto mai esemplificativo del fenomeno noto come 'particolarismo legislativo' – e quella del contratto nonché dell'obbligazione "in generale" si ripresenta, come appare evidente dal sia pur rapidissimo *excursus* sulla direttiva, suscitando non pochi quesiti che, in una certa misura, potrebbero rievocare il tradizionale dibattito sulla separazione fra diritto ci-

¹⁴ Sul ruolo crescente che ha assunto nel campo della regolamentazione finanziaria a livello internazionale la fissazione di *standards* operativi, di *engagements*, di *guidelines*, di *best practices*, di principi ordinatori uniformi per l'esercizio delle funzioni di supervisione creditizia, v. CAPRIGLIONE F., in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, t. 1, Padova, 2005, 36. Per alcune considerazioni derivanti dalla contemporanea presenza di *rules* e *standards*, v. PERRONE A., in (a cura di) Perrone A., *I soldi degli altri. Servizi di investimento e regole di comportamento degli intermediari*, Milano, 2008, 1 ss.

¹⁵ CARRIÈRE P., *La nuova normativa sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, 2, 186; ritiene che "il sistema italiano sia veramente nei guai. Ciò perché esso perde molta coerenza sistematica", CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie dopo il d.lg. 170/2004*, in *Temi e problemi della civilistica contemporanea. Venticinque anni della Rassegna di diritto civile*, a cura di P. Perlingieri, Napoli, 2005, 39; SARTORI F., *I contratti di garanzia finanziaria nel D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170: prime riflessioni*, in www.dirittobancario.it.

¹⁶ ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune delle garanzie finanziarie. Dalla Convenzione dell'Aja alla Collateral Directive (Direttiva 2002/47/CE)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2003, I, 168.

vile e diritto commerciale”¹⁷.

A tale fine, cercando di cogliere le potenzialità di quest’ultima riflessione e muovendo dalla premessa secondo cui la Direttiva sembrerebbe confermare l’ormai acquisita maturità giuridica di un vero e proprio “sottosistema” del diritto privato avente ad oggetto la disciplina delle operazioni finanziarie¹⁸, pare utile l’applicazione sul piano metodologico di quel criterio di lettura delle disposizioni giusprivatistiche che si fonda sui rapporti fra le due categorie del diritto privato generale e dei diritti secondi¹⁹.

Del resto, il legislatore comunitario, con la Direttiva *Collateral*, perseguendo l’armonizzazione del diritto sostanziale delle garanzie finanziarie, sia pure attraverso una contrattazione bilateralmente d’impresa²⁰, si allontana dalle precedenti iniziative essenzialmente rivolte a definire questioni tipicamente di diritto internazionale privato, intendendo qui piuttosto “compiere un passo ulteriore verso

¹⁷ MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 768. In terminis, GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria, stabilità del mercato e procedure concorsuali*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 3, 509 (lo scritto è apparso pure in www.judicium.it e in ID., *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino, 2006, 253 ss.); BONFANTI F., *op. cit.*, 509. Sui rapporti tra diritto commerciale e diritto privato dell’impresa, v. VISENTINI G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, 2006, 8 ss.; PORTALE G.B., *Il diritto commerciale italiano alle soglie del XXI secolo*, in *Riv. soc.*, 2008, 1 ss. e spec. 12-13. La limitazione soggettiva della disciplina può essere considerata, secondo la dottrina, un valido argomento a favore della eccezionalità delle regole del Decreto negli innumerevoli casi in cui si porrà il problema di un’applicazione analogica di tali norme, laddove non risultino applicabili direttamente né le regole del decreto né quelle di diritto comune (GUCCIONE A.V., *I contratti di garanzia finanziaria*, Milano, 2008, 48).

¹⁸ MACARIO F., *I contratti di garanzia finanziaria nella direttiva*, cit., 85; ID., *I contratti di garanzia finanziaria*, cit., 736; v. pure LOBUONO M., *I derivati su merci fra contratto e new properties*, in (a cura di) M. Lamandini – C. Motti, *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 483.

¹⁹ Il riferimento è a CASTRONOVO C., *Diritto privato generale e diritti secondi. Responsabilità civile e impresa bancaria*, in *Jus*, 1981, 158 ss.; ID., *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1997, 380. Per una recente riproposizione del metodo, v. ID., *Diritto privato generale e diritti secondi. La ripresa di un tema*, in *Europa e dir. priv.*, 2006, 397 ss.

²⁰ BUONOCORE V., *Contrattazione di impresa e nuove categorie contrattuali*, Milano, 2000, 132.

l'edificazione di un vero e proprio "diritto privato europeo" come testimoniano le disposizioni riguardanti la forma e il contenuto dei contratti di garanzia, le norme sull'escussione, i rapporti con le discipline concorsuali"²¹.

Una riflessione in tal senso sembra poi a maggior ragione imporsi per il fatto che il decreto ha un ambito di applicazione soggettivo ed oggettivo che, solo relativamente, può dirsi limitato e dunque essere considerato un regime speciale di diritto uniforme²². Come è stato osservato, infatti, nonostante originariamente la disciplina comunitaria fosse stata concepita limitatamente al *wholesale financial market* ed ai tipi di contratti che più spesso ricorrono in tale settore del mercato finanziario (specialmente quello interbancario), in forza di un'evoluzione definita "bizzarra" essa ha finito per riguardare anche il mercato *retail* e dunque tutte le garanzie reali del credito in cui l'oggetto della garanzia sia rappresentato da attività finanziarie²³; addirittura, anche in sede di recepimento, si è dubitato che il legislatore italiano sia potuto incorrere in un eccesso di delega travalicando i limiti imposti dall'art. 31 della Legge, 3 febbraio 2003, n. 14 (legge

²¹ BOCCUZZI G., *Rischi e garanzie nella regolazione finanziaria*, Bari, 2006, 176; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, cit., 300; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 182, testo e nota 22. La bontà dell'opzione metodologica pare confermata da quanto recentemente è stato osservato da chi ha parlato del diritto privato dell'impresa come "diritto speciale in senso <<forte>>, che equivale ad un diritto autonomo rispetto al diritto privato generale e dotato di propri principi, capaci di applicazione analogica, senza per questo escludersi, nel caso di lacune, la possibile utilizzazione dei principi del diritto privato generale" (PORTALE G.B., *op. cit.*, 11 richiamando, tra l'altro, proprio la distinzione tra diritto privato generale e diritti secondi).

²² TROVATORE G., *op. cit.*, 292 ss.

²³ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 29 ss. cui si rinvia per la storia legislativa della disciplina soprattutto per quanto riguarda l'ampliamento soggettivo dell'applicazione della Direttiva; v. pure gli accenti critici di CARRIÈRE P., *op. cit.*, 184 ss. Sempre per la storia legislativa della Direttiva v. pure KEIJSER T., *Financial Collateral Arrangements*, Amsterdam, 2006, 48 ss. Sulla negoziazione all'ingrosso di strumenti finanziari e titoli di Stato, v. d.m., 22 dicembre 2009, n. 216, in G.U. n. 65 del 19 marzo 2010.

comunitaria 2002)²⁴.

Per una sorta di eterogenesi dei fini, invero, la Direttiva *Collateral* da disciplina di settore è divenuta normativa a carattere generale, cosicché le motivazioni dell'adozione della nuova regolamentazione non vanno più ricercate nel solo obiettivo di ridurre il rischio sistemico e di rafforzare la libera circolazione dei capitali e la libera prestazione dei servizi bancari e finanziari all'ingrosso - secondo quanto previsto dal *considerando* n. III - ma anche nell'agevolazione dell'accesso delle imprese al denaro e quindi del mercato al dettaglio²⁵.

Peraltro, tale evoluzione (o, per alcuni, involuzione) può apparire meno "scandalosa" se solo si considera l'importanza che la c.d.

²⁴ CARRIÈRE P., *op. cit.*, 195. Nel Regno Unito è attualmente in corso una discussione sulla questione circa il travalicamento, da parte delle *Financial Collateral Arrangement (No. 2) Regulations 2003* (SI 2003 No. 3226) di recepimento della Direttiva *Collateral*, dell'*European Communities Act 1972*. La questione, sollevata in seno al caso *Alfa Telecom v. Cukurova* (su cui, v. BENJAMIN J.-MAHER F., *Financial Collateral Arrangements: lesson from Cukurova*, in *Insolv. Int.*, 2008, 21 (5), 67 ss. e, per la pronuncia di terza istanza, MURINO F., *Considerazioni sull'escussione della garanzia finanziaria pignorizia mediante appropriazione o vendita alla luce di una recente pronuncia del Privy Council*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2010, 5, II, 531 ss.) nella consulenza dell'*expert witness* Prof. Ross Cranston, è stata considerata inammissibile dalla Corte e, pertanto, non deliberata; la problematica è stata approfondita in FINANCIAL MARKET LAW COMMITTEE, *Issue 132 Alfa Telecom Turkey Ltd. v. Cukurova Finance International Ltd. And Cukurova Holdings AS, Legal assessment of an issue raised in the above case, namely the extend to which the Financial Collateral Arrangements (No. 2) Regulations 2003 are ultra vires the European Communities Act 1972*, July 2008, in www.fmlc.org. V. pure GEOFFREY Y., *Validity of the Financial Collateral Regulations*, in *Law and Financial Markets Review*, 2, 6, november 2008, 493 ss. ; v. infine *Cukurova Finance Int. Ltd v. HM Treasury*, 29 settembre 2008 [2008] EWHC 2567.

²⁵ GARDELLA A., *op. cit.*, 168 la quale osserva come sia legittimo chiedersi in che misura la Direttiva è stata motivata da oggettive ragioni di interesse generale, volte a creare le condizioni per la stabilità finanziaria, e quanto invece da interessi privati (p. 169). In particolare un corretto bilanciamento degli interessi imporrebbe che a tali agevolazioni per il creditore finanziario corrispondano facilitazioni nell'accesso al credito e nelle condizioni della sua erogazione specie per i soggetti con minore potere contrattuale (p. 170). Anche altri autori rilevano come "il processo di formazione della direttiva abbia troppo subito l'influenza delle banche e delle imprese di investimento", pure in relazione agli esoneri pubblicitari di cui godono i soggetti cui la disciplina risulta applicabile (FERRARINI G.-GIUDICI P., *Le garanzie su strumenti finanziari nel diritto comunitario: orientamenti e prospettive*, in *Fall.*, 2002, 9, 1003).

“collateralizzazione” ha assunto quale tecnica di attenuazione del rischio di credito (*credit risk mitigation*) nell’ambito dell’Accordo di Basilea II sui requisiti patrimoniali delle banche²⁶, pure al fine di ri-

²⁶ GALLETTI D., *op. cit.*, 288. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework – Comprehensive Version*, Basel, June 2006, §§ 109 ss. L’accordo di Basilea II è stato recepito dalle Direttive 2006/48/CE del 14 giugno 2006, relativa all’accesso all’attività degli enti creditizi ed al suo esercizio [in *G.U.U.E.* L 177 del 30 giugno 2006] e 2006/49/CE del 14 giugno 2006 relativa all’adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi [in *G.U.U.E.* L 177 del 30 giugno 2006]. L’attenuazione del rischio di credito è regolamentata dagli artt. 90 ss. della Direttiva 2006/48/CE e dall’allegato VIII; in particolare l’art. 92 co. 4 prevede che “*nel caso di protezione del credito finanziata, l’ente creditizio che concede il prestito ha il diritto di liquidare, a tempo debito, o di conservare le attività da cui deriva la protezione in caso di inadempimento, di insolvenza, di fallimento del debitore, e, se del caso, dell’ente depositario della garanzia reale, o in altre circostanze legate al credito previste nella documentazione relativa all’operazione*”. Nel recepire i principi di Basilea II le Istruzioni di vigilanza della Banca d’Italia in tema di attenuazione del rischio di credito prevedono che “*la protezione del credito di tipo reale è costituita da: a) garanzie reali finanziarie (collateral) – aventi ad oggetto contante, determinati strumenti finanziari, oro – prestate attraverso contratti di pegno, di trasferimento della proprietà con funzione di garanzia, di pronti contro termine, di concessione e assunzione di titoli in prestito*”; nonché “*e) altre garanzie utilizzabili solo per le banche che applicano i modelli IRB (<<garanzie IRB idonee>>); esse comprendono la cessione di crediti e le <<altre garanzie reali>> (physical collateral) – aventi ad oggetto beni diversi da quelli che possono formare oggetto di garanzie reali finanziarie e di ipoteche immobiliari – prestate attraverso, ad esempio, contratti di pegno e di leasing*”. Sul punto si rinvia a ROZZI A.-BRUNO F., *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (<<over the counter>>) in Italia*, in *Società*, 10, 2007, 1225 ss.; v. pure BONIFAZI A. – TROISE G., *Il nuovo ruolo delle garanzie nel processo di affidamento bancario*, in *Amministrazione & Finanza*, 2, 2008, 54 ss. Secondo CAPRIGLIONE F., *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 311 “il chiaro riferimento a metodologie e modalità di calcolo che consentono l’esatta valutazione di quest’ultimo [*Credit Risk Mitigation*] (dove la possibilità di beneficiare dell’ampia tipologia di garanzie che è dato rinvenire sul mercato) individua la necessaria premessa logica di una regolazione che si propone di analizzare i rischi che gli strumenti finanziari rinvenibili sul mercato possono comportare per gli intermediari e per gli investitori (siano questi risparmiatori, imprese od enti pubblici)”; in argomento, dello stesso Autore, v. *I <<prodotti>> di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 57 ss. In tema, v. pure AGNESE V., *I contratti di garanzia finanziaria nel diritto civile*, Torino, 2009, 309 ss.

Con riferimento alle garanzie reali la banca può scegliere tra il metodo semplificato in cui, analogamente all’Accordo di Basilea del 1988, la ponderazione di rischio della garanzia reale sostituisce quella della controparte per la porzione garantita dell’esposizione sottostante; e il metodo integrale il quale consente una più ampia compensazione tra *collateral* ed esposizione riducendo di fatto l’ammontare di quest’ultima nella misura corrispondente al valore attribuito alla garanzia reale. Qualora la banca scelga di utilizzare il metodo basato sui *rating* interni essa dovrà adottare il metodo integrale. Affinché la garanzia reale possa fornire una protezione, non deve sussistere una

muovere le gravi inefficienze che caratterizzano i rapporti di finanziamento banca-cliente²⁷ soprattutto in sede di esecuzione forzata²⁸; le quali, già da tempo, almeno nell'esperienza nostrana, hanno fatto au-

rilevante correlazione positiva tra la qualità creditizia della controparte e il valore della garanzia. Secondo il *metodo semplificato* la ponderazione per il rischio dello strumento prestato a garanzia totale o parziale dell'esposizione sostituisce quella della controparte. Una garanzia reale è riconosciuta se viene prestata per almeno tutta la durata dell'esposizione e rivalutata *marking-to-market* con una frequenza minima di sei mesi. La ponderazione della parte garantita sarà soggetta a una soglia minima del 20%, salvo i casi di depositi in contanti, titoli emessi dalla banca e depositati presso la stessa e titoli pubblici con ponderazione pari allo 0%. Alla parte restante del credito dovrà essere assegnata una ponderazione commisurata alla controparte. Secondo il *metodo integrale*, mediante l'impiego di scarti prudenziali, le banche sono tenute ad aggiustare sia l'ammontare dell'esposizione verso la controparte sia il valore della relativa garanzia ricevuta per tener conto di future oscillazioni nel valore di entrambi, originate da movimenti dei prezzi di mercato: vengono così applicate "rettifiche per volatilità" (*haircuts*). Salva l'ipotesi che uno dei due elementi sia costituito da contante, l'ammontare dell'esposizione corretto per la volatilità sarà superiore a quello dell'esposizione originaria mentre il *collateral* sarà inferiore. Quando l'ammontare corretto dell'esposizione è superiore al valore corretto della garanzia, le banche dovranno calcolare l'attività ponderata per il rischio come differenza tra i due importi moltiplicata per la ponderazione di rischio della controparte. In linea di massima le banche potranno calcolare gli scarti in due modi: basandosi sui livelli fissi indicati dal Comitato (scarti prudenziali *standard*) oppure sulle stime interne della volatilità dei prezzi di mercato (scarti stimati). Una banca potrà optare per uno dei due sistemi di calcolo indipendentemente dalla scelta operata fra metodo *standard* e metodo IRB di base per la misurazione del rischio di credito. Tuttavia le banche che decidono di impiegare gli scarti stimati dovranno applicarli all'intera gamma di strumenti ammissibili a tale tipo di calcolo.

²⁷ BOCCUZZI G., *op. cit.*, 194 (cui si rinvia per i riferimenti bibliografici) il quale evidenzia che gli effetti negativi sulle banche determinano altresì la disponibilità delle stesse a concedere credito in misura minore o a tassi più elevati. Per una valutazione positiva dell'impatto della disciplina sulla facilitazione delle imprese all'accesso al credito, v. SARDO G., *La disciplina del contratto di garanzia finanziaria: appunti sul D.Lgs. 21 maggio 2004, n. 170*, in *Contratti*, 2005, 624. Per alcuni esempi di collateralizzazione, v. A.B.I., *Bozza di Circolare sui contratti di garanzia finanziaria*, 26 novembre 2007, 7 e CARRIÈRE P., *op. cit.*, 185-186, nota 3.

²⁸ Sul punto, v. pure LANZAVECCHIA A. – TAGLIAVINI G., *Garanzie opportune, garanzie controproducenti*, in *Banca, impresa, società*, 2005, 3, 445 ss. i quali danno conto dei lavori svolti da un *focus group* che ha analizzato il Decreto sotto il profilo economico. Dal punto di vista economico alla collateralizzazione propria dei contratti di *repurchase, securities lending* e derivati vengono attribuite le due funzioni del *recovery* e del *tradeability* (KEIJSER T., *op. cit.*, 16-17 e 131 ss.); secondo l'Autore è proprio tale ulteriore elemento di *tradeability* che distingue i *financial collateral arrangements* dai tradizionali *security interests* che invece presentano soltanto una funzione di *recovery* non potendo la parte garantita disporre degli *assets* in assenza di un *event of default*: infatti la funzione di *tradeability* nel sistema tradizionale non è compatibile con i *security interests* necessitando di un *outright transfer* del *collateral* (133 e 135).

spicare una maggiore apertura verso forme di autotutela esecutiva²⁹ *sub specie* dei diritti potestativi ad attuazione stragiudiziale che il nostro ordinamento, a differenza di quello tedesco, ha, tutto sommato, lesinato³⁰ per ragioni storiche aderendo all'esempio francese molto sensibile ai corollari che in questo campo si sono voluti trarre dal divieto di privata autotutela³¹.

3. Dal punto di vista soggettivo possono invero beneficiare della disciplina le “*persone diverse dalle persone fisiche, incluse le imprese e le associazioni prive di personalità giuridica, purché la controparte sia un ente definito ai numeri da 1) a 4)*” [art. 1, co. 1, lett. d) n. 5 del Decreto], ossia un ente finanziario o assicurativo³² e quindi una controparte qualificata³³. Oltre all'inclusione dell'imprenditore individuale tra i soggetti beneficiari della disciplina³⁴, si precisa comunque che

²⁹ BONGIORNO G., *Profili sistematici e prospettive dell'esecuzione forzata in autotutela*, in (a cura di) S. Mazzamuto, *Processo e tecniche di attuazione dei diritti*, Napoli, 1989, 741 ss.; MAZZA M., *Tutela giudiziaria del creditore e procedure di autotutela esecutiva. Spunti comparatistici*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, I, 472; più recentemente, v. BIANCA C.M., *Autotutela*, in *Enc. dir.*, Agg. IV, Milano, 2000, 130 ss.

³⁰ Si ricordano i casi di vendita del pegno, la vendita e la compera coattive previste dagli artt. 1515 e 1516 c.c., la compensazione, la cessione dei beni ai creditori, la vendita di azioni e quote per mancato pagamento dei conferimenti (artt. 2344 e 2347 c.c.), il deposito cauzionale e l'incameramento della cauzione, la percezione diretta delle rendite e dei frutti dell'immobile ipotecato, l'immissione nel possesso *ex art.* 41 T.U. sul credito fondiario, il soddisfacimento del credito attraverso l'azione diretta, l'esecuzione tributaria (BONGIORNO G., *Profili sistematici*, *cit.*, 741 ss.).

³¹ CONSOLO C., *Spiegazioni di diritto processuale civile*, I, *Le tutele: di merito, sommarie ed esecutive*, Padova, 2008, 118.

³² CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, *cit.*, 39.

³³ In tal modo la disciplina è destinata ad avere una applicazione “vastissima”: SARDO G., *op. cit.*, 620.

³⁴ Dal testo legislativo sono sorti dubbi in ordine all'applicazione della disciplina anche all'imprenditore individuale e alle associazioni di cui all'art. 36 ss. c.c. Attraverso il richiamo del testo inglese (“*including unincorporated firms and partnerships*”) e francese [“*y compris une entreprise non constituée en société et un grupement (partnership)*”] della Direttiva si giunge alla conclusione che l'imprenditore individuale sia compreso al pari dei raggruppamenti tra imprese ed il GEIE, mentre le associazioni di cui all'art. 36 ss. c.c. sono escluse, non essendo affatto assimilabili alle *partnership*: CANDIAN ALB., *ibidem*; per la soluzione favorevole all'inclusione dell'imprenditore in-

le limitazioni soggettive relative all'applicabilità della stessa riguardano il contratto di garanzia in sé, non anche l'obbligazione garantita, tanto che non è previsto che le parti contraenti del negozio di *collateral* debbano necessariamente coincidere con quelle dell'obbligazione garantita (art. 1 lett. o); ne deriva che, potendo essere il *collateral*

dividuale nel novero dei soggetti che possono beneficiare della normativa, v. SARDO G., *op. cit.*, 620 sul rilievo dell'assenza del riferimento ad una "soglia dimensionale minima"; AGNESE V., *op. cit.*, 38 ss., per la quale determinante per l'applicazione della disciplina è che l'imprenditore sia fallibile (240 ss.); GARDELLA A., *op. cit.*, 175; ANNUNZIATA, *op. cit.*, 195-196, nota 55; DOLMETTA A.A., *Le garanzie sulle attività finanziarie: i punti cardinali del D.Lgs. 170/2004*, in *Convegno Synergia Formazione*, Milano, 17-18 marzo 2005; GIRINO E., *Le nuove garanzie finanziarie: semplificazione ed efficienza*, in *Amm. e fin.*, 2005, 3, 39 ss.; BAGGIO F.-REBECCA G., *Il pegno di strumenti finanziari, di azioni e quote*, Milano, 2005, 188; BONFANTI F., *op. cit.*, 510, per i quali implicitamente la normativa sarebbe applicabile pure alle associazioni riconosciute ed alle fondazioni (per le associazioni, v. pure TROVATORE G., *op. cit.*, 295, nota 45 e AGNESE V., *op. cit.*, 33, purché le stesse possano essere dichiarate fallite); MASTROPALO E. M., *La nuova normativa europea sui contratti di garanzia finanziaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2003, I, 526; A.B.I., *Bozza di Circolare*, *cit.*, 8 ove, a sostegno dell'estensione della normativa, è richiamata pure Corte Cost., 22 novembre 2002 n. 469 che ha escluso l'estensione dell'art. 1469-bis c.c. in materia di tutela del consumatore alle piccole imprese e a quelle artigiane. Anche la Relazione alla Direttiva evidenzia che "tutte le imprese dovrebbero poter trarre beneficio dalla direttiva a condizione che la loro controparte sia un'istituzione finanziaria".

V. pure GUCCIONE A.V., *I contratti*, *cit.*, 58 cui si rinvia (pp. 46 ss.) ai fini di una ricognizione critica dei soggetti cui è applicabile la disciplina in materia di garanzie finanziarie: secondo tale Autore, nonostante l'ampiezza della formulazione, l'elenco dei soggetti rappresentati deve ritenersi tassativo, pena l'inutilità dei limiti al novero dei soggetti che possono essere parte di un contratto di garanzia finanziaria in quanto chiunque potrebbe eludere tali limiti semplicemente facendosi rappresentare da una persona giuridica. Viene inoltre sollevato il dubbio circa la portata <<territoriale>> dei requisiti soggettivi non essendo chiaro se la Direttiva intenda limitare i propri effetti nei rapporti tra soggetti che si trovino all'interno dell'Unione Europea, ovvero se essa sia tale da applicarsi anche nei rapporti con soggetti extracomunitari richiamandosi quale esempio un contratto di garanzia finanziaria stipulato da una società con sede negli Stati Uniti d'America, con una banca comunitaria; o, viceversa, un contratto stipulato da una società italiana con una banca statunitense (ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 196).

Per un'analisi dei provvedimenti di recepimento della Direttiva sotto il profilo dell'applicazione soggettiva della disciplina in Olanda, Germania e Regno Unito, v. KEIJSER T., *op. cit.*, 69-70 e WIBIER R.M., *Financial Collateral in the Netherlands, England and under the EU Collateral Directive*, October 20, 2008, *Tilburg Institute of Comparative and Transnational Law, Working Paper No. 2008/11*, in *ssrn.com*; in particolare per la Germania, v. LÖBER K., *The German Implementation of the EC Directive on Financial Collateral Arrangements*, in *Journ Int'l Banking Law & Reg.*, 2005, 20 (2), 72-78. V. anche l'analisi di AGNESE V., *op. cit.*, 312 ss.

provider anche un soggetto diverso dal debitore³⁵, pure le obbligazioni finanziarie assunte da una persona fisica possono essere validamente garantite da *collateral* se i soggetti contraenti, diversi dal debitore principale, rientrano tra quelli indicati nel decreto³⁶.

Dal punto di vista oggettivo, poi, da un lato, è stato chiarito come, in buona sostanza, la nozione di “obbligazioni finanziarie” sia collimante con quella di “obbligazioni pecuniarie”³⁷ comprendendo pure le obbligazioni di dare consistenti nella consegna di un titolo³⁸; dall’altro, l’art. 1, co. 1, lett. c), qualificando quali attività finanziarie suscettibili di formare oggetto dei contratti di garanzia, anche le altre attività accettate a garanzia delle operazioni del sistema delle banche centrali europee e dei sistemi di regolamento (all’interno dei quali avviene la conclusione dei contratti di garanzia di maggiori dimensioni), fa sì che la nozione di *collateral* possa abbracciare anche beni diversi dagli strumenti finanziari e dal contante³⁹ così ricomprendendo pure i metalli preziosi (relativamente al Sistema Europeo delle Banche Centrali - SEBC) e – in forza del rinvio all’art. 1, co. 1, lett. r) del D.Lgs.

³⁵ GIRINO E., *op. cit.*, 39 ss.

³⁶ A.B.I., *Bozza di Circolare*, cit., 9. V. pure AGNESE V., *op. cit.*, 45.

³⁷ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie*, cit., 37-38; CARRIÈRE P., *op. cit.*, 193; SARDO G., *op. cit.*, 618; GIRINO E., *op. cit.*, 39 per il quale vanno esclusi i soli rapporti fra persone giuridiche che non siano operatori finanziari e quelli correnti con i privati, il che equivale ad abbracciare, per eccesso, tutte le obbligazioni, sia quelle di natura finanziaria sia quelle di altra natura, correnti fra imprese e operatori. Per l’esclusione della possibilità che il *collateral* possa essere impiegato a garanzia di qualunque credito e quindi a garanzia di rapporti obbligatori diversi da quelli rientranti nella nozione di obbligazione finanziaria di cui all’art. 1 co. 1, lett. o), v. GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 35 (per il pegno, 39; per la cessione del credito e per i trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia, 39-40).

³⁸ SARDO G., *op. cit.*, 618.

³⁹ Per contante il Decreto intende il “denaro accreditato su un conto o analoghi crediti alla restituzione di denaro, quali i depositi sul mercato monetario” e, pertanto, la moneta scritturale. Dalla nozione di contante esulano, dunque, le cessioni dei crediti alla prestazione di beni o servizi come pure il pegno su cambiale: BONFANTI F., *op. cit.*, 511. In tema, v. pure AGNESE V., *op. cit.*, 64. Secondo ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 200 la definizione di contanti, pur escludendo le banconote, comprende i depositi del mercato monetario anche quando tali depositi non siano accreditati su un conto.

12 aprile 2001, n. 210 di attuazione della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 *Settlement Finality* sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento o regolamento titoli - le “*altre attività prontamente realizzabili da chiunque e in qualunque modo*” in cui può rientrare “qualsiasi bene o credito appartenente a un soggetto economico, senza possibilità di stabilire se debba trattarsi di diritti di natura finanziaria o altro (es. beni mobili, quali potrebbero essere i metalli preziosi, o un quadro⁴⁰), di un bene singolo o di un complesso di beni o di altro ancora”⁴¹; in tal modo la nozione di attività finanziaria viene

⁴⁰ Contrario a che possano formare oggetto di garanzia finanziaria beni artistici, gioielli, merci, ecc. in quanto l'assenza dei requisiti di liquidità non li rende adatti come beni oggetto delle garanzie finanziarie in uso sui mercati finanziari, è MASTROPAOLO E.M., *Garanzie finanziarie (mercati finanziari)*, in *Dig., disc. priv., sez. commerciale*, Agg. 4, Torino 2008, 304. La crescita negli U.S.A. del fenomeno dei prestiti su pegno di opere d'arte e di diritti sulle opere dell'ingegno, nella situazione di *credit crunch* e di crollo dei prezzi degli immobili (su cui v. VALSANIA M., *I prezzi delle case perdono il 18,2% alla fine del 2008*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 4; ID., *All'asta anche le case di Manhattan*, in *Il Sole 24 Ore*, 27 febbraio 2009, 3) che rende difficile l'alternativa dell'ipoteca, è riferita nell'articolo di ROVEDA D., *Rubens e Warhol finiscono al monte dei pegni di lusso*, in *Il Sole 24 Ore*, 25 febbraio 2009, 33: qui si dà la notizia che società come ArtLoan di Los Angeles nonché Art Capital Group e Art Finance Partners di New York a tassi che vanno da 6% al 24% “concedono prestiti generalmente pari al 40% del valore delle opere impegnate” e “prendono possesso dei pegni alla scadenza stabilita senza eccezioni”; per la situazione statunitense, v. pure ZAMPETTI C., *Crescono i prestiti garantiti dall'arte*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21 ove viene data notizia che anche *private bank* come USTrust/Bank of America, Citibank, First Republic Bank e JP Morgan offrono prestiti con garanzia su opere d'arte. Per l'analisi della situazione italiana ed inglese, v. PIRRELLI M., *La crisi di liquidità aumenta gli affari dei <<pawnbroker>>*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2009, inserto *Plus24*, 21 ove si riferisce che proprio le difficoltà legate alla vigenza del divieto del patto commissorio hanno indotto Banca Etruria a chiedere l'intervento della Banca Popolare di Garanzia (evoluzione dei Confidi) al fine di rilasciare una garanzia sulle opere poste in pegno”. Al tema delle garanzie sui diritti di proprietà intellettuale è dedicato AIDA 2009.

⁴¹ GUCCIONE A.V., *I contratti, cit.*, 66 il quale precisa che spetterà ai gestori dei sistemi di regolamento o ai partecipanti a tali sistemi, anziché alle autorità di vigilanza, nell'esercizio della libertà di disciplinare il funzionamento del sistema, stabilire quali tipi di beni potranno essere usati come collaterale nelle operazioni concluse al loro interno. Sulle attività finanziarie utilizzabili nel SEBC ha inciso pure la possibilità per le banche, introdotta da Basilea II, di effettuare *rating* interni: infatti se normalmente per accedere ai finanziamenti della BCE occorre mettere a disposizione crediti di società con un *rating* esterno emesso da un'agenzia, la banca che gode dell'autorizzazione ad effettuare il *rating* interno può attingere al canale BCE dando in *Repo* anche crediti di

dilatata senza fissazione di confini precisi⁴².

Quanto agli strumenti finanziari, l'esigenza di una rapida esecutività della garanzia da parte del beneficiario comporta che la negoziabilità sul mercato dei capitali rappresenti un requisito imprescindibile per l'applicazione della disciplina⁴³ determinandone la maggiore

società che non hanno un *rating* ufficiale (sul punto v. l'intervista a G. Oricchio – responsabile *Group Credit Treasury* di Unicredit Group, autorizzato dalla Banca d'Italia ad effettuare il *rating* interno - rilasciata a FACILE E.-MEDIOLI G., *Gestire i rischi: nuovi scenari dopo la crisi finanziaria*, in *Amm e fin.*, 1, 2009, 51).

La Direttiva 2009/44/CE del 6 maggio 2009 ha sostituito nel seguente modo la lett. m) dell'art. 2 della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 *Settlement Finality* che definiva la "garanzia in titoli": "m) "garanzia": tutte le attività realizzabili, compresa, senza limitazioni, la garanzia finanziaria di cui all'articolo 1, paragrafo 4, lettera a), della direttiva 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 giugno 2002 relativa ai contratti di garanzia finanziaria, fornite sotto forma di pegno (compreso il contante sotto forma di pegno), di operazioni pronti contro termine o contratti simili, o altrimenti, al fine di garantire diritti ed obblighi che potrebbero sorgere in relazione ad un sistema, ovvero fornite alle banche centrali degli Stati membri o alla Banca centrale europea".

In relazione al recente rilancio del mercato interbancario attraverso la creazione del segmento del Mercato interbancario collateralizzato (Mic) sulla piattaforma di e-mid Sim S.p.a. (su cui v. più ampiamente, *infra*, nota 55), fungono da *collateral* i titoli stanziabili presso l'Eurosistema (*asset* fino a tripla B, compresi alcuni *Asset Backed Securities-ABS*), le attività garantite dallo Stato ed i titoli a rischio che dall'ottobre 2008 le banche possono cedere alla Banca d'Italia in cambio di titoli di Stato di qualità (da presentare alla BCE). Dopo la sottoposizione alla procedura di insolvenza di Lehman Brothers nella metà del mese di settembre 2008, la *Federal Reserve* ha ulteriormente allargato i criteri in base ai quali accetta obbligazioni come *collateral* a garanzia dei suoi prestiti in denaro o titoli del Tesoro U.S.A. [in tema, v. GAGGI M., *La valanga. Dalla crisi americana alla recessione globale*, Roma-Bari, 2009, 95]; il Governo statunitense Bush invece con l'istituzione del fondo *Troubled Assets Relief Program* (TARP) il 3 ottobre 2008 aveva stanziato 700 miliardi di dollari con i quali aiutare le banche a recuperare liquidità mediante l'acquisto, da parte del Tesoro, dei titoli bloccati nel portafoglio degli istituti; un ulteriore piano è stato annunciato il 22 marzo 2009: VALSANIA M., *Piano da mille miliardi per gli asset tossici Usa*, in *Il Sole 24 Ore*, 22 marzo 2009, 1 e 3. Anche la BCE il 15 ottobre 2008 ha aumentato le tipologie e abbassato il *rating* dei titoli che le banche possono dare in garanzia alla Banca centrale per ricevere liquidità.

⁴² SARDO G., *op. cit.*, 618.

⁴³ A.B.I., *Bozza di Circolare*, *cit.*, 11 la quale, ricordando che ai sensi dell'art. 1, co. 2, lett. a) del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – T.U.F. la nozione di strumento finanziario presuppone la negoziabilità sul mercato dei capitali, esclude dal novero delle attività finanziarie collateralizzabili non solo le quote di s.n.c., ma anche le quote di s.r.l. le quali pur essendo rappresentative di capitale di rischio non sono negoziabili sul mercato dei capitali. Per Basilea II le garanzie finanziarie considerate idonee sono: depositi in contante presso la banca esposta al rischio di controparte, compresi certificati di deposito o strumenti assimilabili emessi dalla banca creditrice; oro; titoli di debito dotati di *rating* esterno; titoli di debito emessi dalle banche non dotati di *rating* e quotati in mercati uf-

liquidità. Il Decreto rinvia, infatti, agli strumenti finanziari elencati nell'art. 1 co. 2, lett. da a) ad e) del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – T.U.F.

E' discusso, tuttavia, se nell'ambito di applicazione della disciplina rientrano solo gli strumenti finanziari immessi nel sistema di gestione accentrata (indipendentemente dalla circostanza che gli stessi siano dematerializzati o meno⁴⁴) oppure anche gli strumenti finanziari in forma cartacea, non immessi in gestione accentrata⁴⁵.

E' stato tuttavia correttamente osservato come il dubbio sembra investire non tanto l'esistenza di un supporto cartolare quanto l'idoneità degli strumenti finanziari rappresentati da certificati di soddisfare la nozione di garanzia finanziaria sotto il profilo della liquidità e della pronta realizzazione⁴⁶. Come pure è discusso se i derivati di credito indicati nell'art. 1, co. 2, lett. f) ss. del T.U.F., pur restando

ficiali; azioni comprese in uno dei principali indici di borsa; certificati trasferibili di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e quote di fondi comuni. Oltre a tali strumenti nel metodo integrale sono idonei al riconoscimento anche le azioni quotate in mercati ufficiali e certificati di investimento/quote di fondi comuni che comprendono tali azioni.

La protezione dal rischio di credito nell'ambito di Basilea II può avvenire anche mediante la stipulazione di contratti derivati di credito ma esclusivamente *Credit Default Swap* e *Total Rate of Return Swap*.

⁴⁴ In effetti, non è pacifico se degli strumenti finanziari immessi nel sistema di gestione accentrata possono costituire oggetto di garanzia finanziaria esclusivamente quelli in forma scritturale ovvero pure quelli cartolari. Sul punto, anche in relazione ad altri ordinamenti che hanno recepito la Direttiva, v. GARDELLA A., *op. cit.*, 184 ss.; per l'inclusione anche degli strumenti finanziari cartolari oltre che di quelli scritturali, v. CARRIÈRE P., *La nuova disciplina dei contratti di garanzia finanziaria*, in *Dir. prat. soc.*, 2004, 23, 41-42; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 203, con la riserva che siano negoziabili sui mercati di capitali; AGNESE V., *op. cit.*, 68; BARTOLOMEI M. – MASTROPAOLO E.M., *I contratti di garanzia finanziaria*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti di garanzia*, a cura di F. Mastropaolo, Torino, 2006, t. 2, 1516. In tema, v. pure LIPPOLIS L., *Il nuovo quadro giuridico dei contratti di garanzia finanziaria*, in *Dir. prat. soc.*, 21 febbraio 2005, n. 3, 36.

⁴⁵ E' stato osservato che ciò rileva con riferimento alle quote di fondi comuni di investimento che in Italia (salvo che per i fondi quotati, che nel nostro Paese costituiscono la minoranza), sono ancora rappresentate in forma cartacea (titoli di credito al portatore e nominativi) (A.B.I., *Bozza di Circolare*, *cit.*, 10, nota 19).

⁴⁶ GARDELLA A., *op. cit.*, 185.

esclusi dalla Direttiva e dal Decreto possano essere inclusi nella nozione di attività finanziaria in forza del recepimento della Direttiva 2004/39/CE⁴⁷ (c.d. MiFID) la quale, come è noto, annovera tra gli strumenti finanziari anche tali strumenti⁴⁸.

La disciplina sulle garanzie finanziarie sembra avere in buona sostanza generalizzato, sia pure entro un ambito relativamente limitato, il sistema delle garanzie operanti tra i soggetti partecipanti ai sistemi di pagamento e regolamento titoli di cui al D.Lgs. n. 210 del 2001 di recepimento della Direttiva *Settlement Finality*⁴⁹; nonché i si-

⁴⁷ La Direttiva è stata modificata dalla Direttiva n. 2006/31/CE e poi implementata dalla Direttiva n. 2006/73/CE.

⁴⁸ A.B.I., *Bozza di Circolare*, cit., 11 ove peraltro si osserva che sarebbe auspicabile, per ragioni di coerenza sistematica, che la nozione di strumento finanziario recata dalla Direttiva *Collateral* sia resa coerente con quella della Direttiva MiFID. Secondo GUCCIONE A.V., *I contratti*, cit., 66, dalla definizione del Decreto sono invece esclusi gli strumenti finanziari derivati di cui alle lettere f), g), h), i) e j) dell'art. 1 co. 2 del TUF (*in terminis*, v. pure AGNESE V., *op. cit.*, 57 ss.). La Direttiva 2009/44/CE del 6 maggio 2009 ha sostituito nel seguente modo la lett. h) dell'art. 2 della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 *Settlement Finality* che definiva i "titoli": "h) "titoli": tutti gli strumenti di cui alla sezione C, dell'allegato I della direttiva 2004/39/CE".

⁴⁹ Per tale constatazione, v. LAUDONIO A., *Le clausole di close-out netting nel d.lgs. 170/2004*, in *Dir. fall.*, 2007, I, 562 secondo il quale "è stato superato il discrimine tra principi e deroghe, essendo le seconde assurde ad una posizione di assoluto predominio". L'art. 8 del D.Lgs. 12 aprile 2001, n. 210 (su cui SCIARRONE ALIBRANDI A., *La direttiva comunitaria n. 98/26 concernente il carattere definitivo del regolamento nei sistemi di pagamento e nei sistemi di regolamento titoli*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, 373; PERASSI M., *L'attuazione della direttiva 98/26/CE sulla definitività degli ordini immessi in un sistema di pagamento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2001, 816) dando attuazione all'art. 9.1. della Direttiva *Settlement Finality* ha determinato l'isolamento dei diritti del detentore di una garanzia in titoli dagli effetti dell'insolvenza del partecipante datore della stessa, consentendo la realizzazione, con le modalità contrattualmente previste e anche in deroga alle norme concorsuali, delle garanzie costituite prima del momento di apertura della procedura, ad esclusivo soddisfacimento dei crediti derivanti dalle operazioni che avessero carattere di definitività o connesse con le funzioni di banca centrale. Il Decreto attuativo della Direttiva *Collateral* all'art. 11 co. 3, tenuto conto delle innovazioni introdotte con riferimento alla generalità delle garanzie finanziarie in materia di "autorealizzazione" delle garanzie stesse nei casi di inadempimento o insolvenza (artt. 4 e 8) ha dettato l'espressa abrogazione dell'art. 8, con esclusione dei commi da 1 a 6, dell'art. 6, co. 3 che ad esso faceva rinvio e dell'art. 9. La mancata abrogazione dei commi 1 e 6 dell'art. 8 mira a consentire la salvaguardia della realizzazione delle predette garanzie, nei confronti del sistema, anche dagli effetti di eventuali azioni di nullità, conservando per tale aspetto alla disciplina in materia un ambito di protezione più incisivo rispetto alla Direttiva *Collateral*, giustificato dalle peculiari esigenze di

stemi di marginazione propri dei mercati degli strumenti derivati⁵⁰ e

stabilità insite nel funzionamento dei sistemi di pagamento e regolamento e nelle operazioni di banca centrale (BOCCUZZI G., *op. cit.*, 173-174). Per l'affermazione di tale estensione, v. MAZZINI F., *Con direttiva e decreto di attuazione ridotte le norme interne sull'insolvenza*, in *Guida al dir.*, 2004, 37, 47; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 301. La Direttiva 2009/44/CE del 6 maggio 2009 ha aggiunto alla lett. d) dell'art. 9 della Direttiva 98/26/CE del 19 maggio 1998 *Settlement Finality* l'ipotesi di isolamento dagli effetti dell'insolvenza pure della garanzia fornita da un terzo datore.

L'estensione operata dal Decreto segnala la progressiva tendenza ad una generalizzazione di norme eccezionali, inizialmente nate a garanzia del funzionamento dei sistemi di regolamento titoli e che progressivamente si espandono a più vaste aree della disciplina delle operazioni finanziarie, rispetto alle quali principi generali dell'ordinamento finiscono per essere "messi fra parentesi" a beneficio esclusivo della tutela della stabilità dei mercati (MARCUCCI M., *Regole e garanzie del trading e del settlement: la Cassa di compensazione e garanzia e i sistemi di compensazione netti e lordi*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 541, richiamando l'espressione di SCIARRONE ALIBRANDI A., *La definitività dei pagamenti dalla direttiva 98/26/CE al d.lgs. 12 aprile 2001, n. 210*, in *Eur. dir. priv.*, 2002, 812).

⁵⁰ Il sistema dei margini di garanzia è, tra gli altri, previsto nei contratti di *Credit Default Swap*. Nel corso della crisi dell'autunno 2008 "i derivati hanno contribuito a generare connessioni che hanno amplificato il rischio di credito creando una <<leva>> di connessioni: tipicamente in un CDS la banca A paga una fee (spread) a B per ricevere, nel caso di fallimento dell'emittente di bond C, il rimborso del capitale. Oltre al rischio di controparte-fallimento di C (nel caso in cui possedga un bond), la banca A è esposta anche al rischio che B fallisca e che quindi non onori il contratto. Tramite i derivati (non solo quelli di credito) le banche si sono trovate esposte a un rischio controparte che non era riconducibile soltanto a un rischio emittente. Questo fenomeno ha aumentato l'incertezza a livello di sistema rafforzando il secondo meccanismo di amplificazione della crisi" (BARUCCI E. – MAGNO D., *Il propagarsi della crisi: svalutazioni, rischio liquidità, ricapitalizzazioni*, in (a cura di) E. Barucci - M. Messori, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009, 150).

Secondo la Suprema Corte gli intermediari autorizzati debbono informare tempestivamente e in forma scritta l'investitore appena le operazioni in derivati disposte per obiettivi diversi da quelli di copertura hanno provocato un volume di perdite, effettive o potenziali, superiore al 50% del valore delle somme costituite a provvista e garanzia per l'esecuzione delle operazioni. Questo vincolo, avverte la Cassazione, non può essere considerato rispettato solo con la comunicazione periodica dell'esito delle operazioni (Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, riferita da NEGRI G., *Derivati, perdite in chiaro*, in *Il Sole 24 Ore*, 24 febbraio 2009, 28). Il mercato dei CDS non è regolamentato e risulta ampiamente privo di trasparenza. Per alcuni dati statistici, v. LONGO M., *Le 10 tappe del crack delle authority americane – 2*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 settembre 2008, in www.ilsole24ore.it ove viene riportata una fonte della British Bankers' Association 2006 secondo cui i principali venditori di protezione sono le banche (43%), gli *hedge funds* (31%) e le assicurazioni (17%). Sul CDS si rinvia a CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2007, 398 ss.

Nei CDS l'acquirente di protezione per fronteggiare il rischio che il venditore di protezione non sia in grado di pagare può chiedere la costituzione di un'appropriata garanzia collaterale. Gli accordi di garanzia generalmente si rifanno alla contrattazione standardizzata come il *Credit Support Annex* dell'ISDA. L'ammontare del *collateral* per i contratti di CDS è tipicamente basato su una porzione dell'esposizione nozionale. Sul

consistenti nella costante copertura mediante la concessione in garanzia da parte del debitore di strumenti finanziari o contante che il creditore può ritenere o rivendere sul mercato nel caso in cui il debitore diventi inadempiente; sistemi di marginazione, peraltro, non ignoti all'ordinamento italiano sia per la disciplina degli scarti di garanzia nell'apertura di credito (art. 1844, co. 2, c.c.) e nell'anticipazione bancaria (art. 1850 c.c.) che per l'uso di borsa "garanzia a mantenersi"⁵¹; e, prima ancora, del principio di conservazione delle garanzie di cui all'art. 2743 c.c.

punto v. ISDA MARGIN SURVEY 2008, 10. Per un'analisi del sistema dei margini nell'ambito dei *master agreement* dei contratti di *repo* e di *securities lending*, v. KEISER T., *op. cit.*, 25 ss. e 109 ss.; per l'inadeguatezza della percentuale dei margini, v. LUZZI A., *Derivati, istruzioni per l'uso*, in *Il Sole 24 Ore*, 19 febbraio 2009, 12 il quale auspica la creazione di un mercato regolamentato del settore il quale "permetterebbe di fissare margini più alti a tutti i partecipanti, evitando di ritrovarsi di nuovo nella situazione vissuta lo scorso anno. La leva applicabile a questi strumenti e i processi di controllo del rischio verrebbero centralizzati, permettendo di continuare a utilizzare questo raffinato derivato, così utile per raccogliere informazioni sulla salute finanziaria delle società".

⁵¹ Rimarca le differenze dei meccanismi di cui agli artt. 1844 e 1850 c.c. SERRA A., *Anticipazione bancaria*, in *Dig., Disc. priv.*, Torino, 1987, 133. Sullo scarto c.d. di garanzia, per tutti, v. MESSINEO F., *Operazioni di borsa e di banca*, Milano, 1966, 421 e 427 ss. il quale evidenziava pure che il ripristino del rapporto tra garanzia e ammontare della somma concessa è il tratto comune tanto dell'anticipazione quanto dell'apertura (435 e 629 ss.). Nello scarto c.d. di garanzia dell'anticipazione bancaria, se all'anticipato è data facoltà dall'art. 1849 c.c. di ritirare in parte i titoli e le merci date in pegno, gli è però fatto obbligo di rimborsare proporzionalmente le somme anticipate e quelle altre spettanti alla banca a norma dell'art. 1848 c.c.; l'anticipato cioè può diminuire l'importo della garanzia data, ma deve contemporaneamente limitare l'importo della anticipazione fattagli, restituendo proporzionalmente parte delle somme ricevute: così MOLLE G., *In tema di vendita del pegno nell'apertura di credito garantita da titoli di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1957, II, 7-8; anche in relazione all'uso di borsa "garanzia semplice e a mantenersi" lo scarto c.d. di garanzia è stato ricondotto al pegno irregolare [COLTRO CAMPI C., in C. E. Balossini - C. Coltro Campi, *Gli usi di banca, di borsa e di leasing*, Milano, 1980, 416; COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa al New York Stock Exchange*, Padova, 1958, 122, nota 64, in relazione alla chiusura del rapporto, ricorda come l'agente di cambio in Italia, nel caso che la "garanzia a mantenersi" pattuita fosse diventata inferiore alla metà, poteva provvedere ai sensi degli usi; per l'analisi del sistema dei margini nelle operazioni speculative o allo scoperto tra *broker* e *customer*, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, *cit.*, 107 ss. il quale richiama *Mc Intyre v. Whitney*, 201 N.Y. 526 (1911), aff. 139 App. Div. 557 secondo cui, non vi è alcuna differenza tra il pegno dato al *broker* per il suo anticipo nella compera *on margin* e quello dato a una banca per un ordinario prestito].

Come è noto, l'Eurosistema, nello svolgimento delle politiche monetarie, offre liquidità al settore bancario. Nelle operazioni di finanziamento ai sensi dell'art. 18 co. 1 dello Statuto del Sistema europeo delle banche centrali (SEBC), al fine di perseguire gli obiettivi del SEBC e di assolvere i propri compiti, la Banca Centrale Europea (BCE) e le banche centrali nazionali hanno la facoltà di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato erogando i prestiti⁵² sulla base di adeguate garanzie (*adequate Collateral*⁵³).

L'importanza della collateralizzazione nelle operazioni di politica monetaria è da ultimo rimarcata dai recentissimi interventi legislativi di *emergency liquidity assistance* quale strumento per l'erogazione del c.d. credito di ultima istanza⁵⁴ ed in tema di rilancio

⁵² Al riguardo, sui contratti di *outright sales* e *outright purchases* nonché su quelli di *repurchase*, *collateralised loan* e *swap* si rinvia a KEIJSER T., *op. cit.*, 53 ss.

⁵³ Sul punto si rinvia agli Autori ed ai documenti citati da GARDELLA A., *op. cit.*, 133, nota 252 nonché al Parere del 13 giugno 2001 (G.U.C.E. C-196 del 12 luglio 2001) della Banca Centrale Europea (5).

⁵⁴ Per un panorama delle misure adottate nei Paesi europei v. BARUCCI E. – MAGNO D., *op. cit.*, 169 ss. e RUSSO C., *Paese per paese come si salvano le banche* e *Così l'Italia aiuta le banche*, in (a cura di) L. Pelizzon, *Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi. Origine, sviluppi, responsabilità della crisi che ha sconvolto l'economia globale*, Roma, 2009, 127 e 139 ss.

Individuano nel rafforzamento del capitale di vigilanza degli istituti, nella garanzia dello Stato sulle nuove emissioni di debito, nell'acquisto di *asset* di proprietà bancaria, nella garanzia sui depositi e nella flessibilità dell'impiego del *fair value* le cinque linee di intervento dei governi e delle banche centrali, BARUCCI E. – MAGNO D., *op. cit.*, 156 ss.

Per l'Italia, ci si riferisce in particolare all'art. 3 D.L., 9 ottobre 2008, n. 155 – *Misure urgenti per la stabilità del sistema creditizio nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali* (G.U. n. 237 del 9 ottobre 2008 – *Serie generale*) ed all'art. 1 D.L. 13 ottobre 2008, n. 157 – *Ulteriori misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio* (G.U. n. 240 del 13 ottobre 2008 – *Serie generale*), rispettivamente, convertito con modificazioni ed abrogato con salvezza degli effetti prodottisi durante il periodo per la conversione, dalla Legge 4 dicembre 2008, n. 190 – *Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 9 ottobre 2008, n. 155, recante misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali* (G.U. n. 286 del 6 dicembre 2008).

Le misure hanno formato oggetto di analisi critica in DOLMETTA A.A., *Pacchetti legi-*

del mercato interbancario⁵⁵.

slativi per il salvataggio delle banche, in *Società*, 2009, 3, 333 ss. cui si rinvia anche per alcune considerazioni sui c.d. Tremonti bond (339 ss.; su tali strumenti, v. pure BOCCIARELLI R., <<Con i bond leva da 170 miliardi>>, in *Il Sole 24 Ore*, 6 marzo 2009, 7; FAUSTINI E., *Decreto legge "anticrisi" 185/2008*, gennaio 2009, in *www.archivioceradi.it*, 1 ss. e QUAGLIO A., *Tre-bond e i conti stile Ias*, in *Il Sole 24 Ore – Plus 24*, 25 aprile 2009, 11; con d.m. 25 febbraio 2009 pubblicato sulla G.U. del 7 marzo 2009 è stato emanato il regolamento che disciplina “criteri, modalità e condizioni della sottoscrizione degli strumenti finanziari” di cui all’art. 12 della Legge n. 2 del 2009; BUFACCHI I., *Tremonti bond, protocollo soft sull’aumento dei prestiti*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2009, 2).

Sulle garanzie per accedere al c.d. credito di ultima istanza, v. DE TOMASI F., *Sistema dei pagamenti e credito di ultima istanza*, in *Il diritto del sistema dei pagamenti*, a cura di G. Carriero e V. Santoro, Milano, 2005, 424 ss.; SALVI E., *Il credito di ultima istanza e l’Unione monetaria*, in *Mondo bancario*, 1998, 49 ss.

⁵⁵ Negli articoli intitolati “*Bankitalia, parte il nuovo interbancario*”, apparso sul *Il Sole 24 Ore* del 17 gennaio 2009, 30 a firma di BOCCIARELLI R. nonché “*E via Nazionale lancia il <<mercato anonimo>>*”, apparso su *Corriere economia – Corriere della sera* del 19 gennaio 2009, 5 a firma di M. MUCHETTI, si dà notizia dell’avvio a far data dal 19 gennaio 2009 del nuovo Mercato Interbancario Collateralizzato (Mic) lanciato dalla Banca d’Italia, anche in funzione di controparte centrale, in collaborazione con la società e-mid SIM S.p.a. e con l’Abi; l’iniziativa, come si legge in una nota della stessa Banca d’Italia, consentirà “agli operatori di scambiarsi fondi minimizzando i rischi di controparte e di liquidità”. Per un primo bilancio positivo delle attività, v. L.G., *Liquidità, funzionano le garanzie Bankitalia*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 febbraio 2009, 39.

La crisi dell’autunno 2008 ed il fallimento di *Lehman Brothers* hanno provocato una diffidenza reciproca delle banche con un accresciuto timore del rischio di controparte la quale si è riflessa sul mercato interbancario in termini di rarefazione del volume dei prestiti, di scadenze brevissime degli stessi limitate all’*overnight*, di innalzamento dei tassi e di preferenza a depositare le eccedenze presso la BCE [v. gli articoli “*Per i trader e-mid 75 minuti di paura*” a firma LONGO M., in *Il Sole 24 Ore* dell’1 ottobre 2008, 3 e “*Interbancario, <<neutralizzare>> i depositi BCE*”, in *Il Sole 24 Ore*, 25 novembre 2008, 43, a firma CESARINI F.-GENTILI M.M.; per un esame approfondito degli effetti della crisi dell’autunno 2008 sul mercato interbancario, v. IMPENNA C., *Crisi di liquidità: i mercati interbancari e l’azione delle banche centrali*, in (a cura di) E. Barucci - M. Messori, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009, 181 ss.]. Proprio per tale diffidenza reciproca e per la preferenza che le banche hanno avuto di finanziarsi presso l’istituto centrale piuttosto che sul mercato interbancario, ad eccezione dell’*overnight*, la BCE ha effettuato imponenti iniezioni di liquidità al sistema nel mese di novembre 2008 (PEVERARO S., *La Bce inonda il sistema di liquidità, arrivano 338 mld al 3,25%*, in *Milano Finanza*, 19 novembre 2008, 5).

Tuttavia, come ha ricordato il presidente di e-Mid SIM F. Cesarini - nell’articolo “*Cesarini: <<Grazie al Mic il mercato interbancario tornerà alla normalità>>*”, apparso su *Finanza & mercati* del 20 gennaio 2009, in *www.finanzaemercati.it* a firma GAIASCHI C. - la BCE non può continuare a fornire liquidità per sempre, trattandosi di un compito che un istituto centrale assume per un periodo limitato e in casi eccezionali; difatti, il nuovo segmento di mercato beneficerà della garanzia della Banca d’Italia fino al 31 dicembre 2009. Tecnicamente l’iniziativa, esplicita in BANCA D’ITALIA, *Comunicazione n. 1 del 16 gennaio 2009 sulle Condizioni di Garanzia dei Contratti conclusi nel comparto anonimo garantito in euro del mercato e-MID*, in *www.bancaditalia.it*, “poggia

La disciplina del *collateral* estende i sistemi di garanzia strumentali allo svolgimento delle funzioni di politica monetaria anche al di fuori di tale peculiare ambito sia pure, come visto, entro limiti soggettivamente ed oggettivamente relativamente circoscritti.

L'estensione soggettiva delle garanzie, secondo la dottrina, ha determinato pure un'estensione oggettiva dell'utilizzo di tali garanzie da parte delle stesse banche centrali le quali, in virtù della generale capacità giuridica che le caratterizza, possono essere parti di un contratto di garanzia finanziaria anche al di fuori delle funzioni istituzionali ad es. impiegando la propria tesoreria⁵⁶.

4. Occorre premettere come una delle novità della normativa è costituita dall'introduzione di un approccio funzionalistico nella definizione di contratto di garanzia finanziaria⁵⁷. Come è stato ricordato a

sulla realizzazione di un apposito segmento del mercato nella piattaforma di contrattazione e-Mid, che assicura il completo anonimato nelle contrattazioni. Il nuovo segmento (Mercato interbancario collateralizzato, Mic) si articolerà, almeno in una fase iniziale, su scadenze di una settimana e oltre; esso prevede una compartecipazione, entro limiti predeterminati, delle banche alla copertura del rischio” (come viene ricordato dal direttore generale di e-mid V. Miocciò nell'articolo a firma di GAIASCHI C., *cit.*, l'esigenza dell'anonimato discende dal fatto che le banche preferiscono non essere identificate perché chiedere un prestito in tempi di crisi vuol dire essere automaticamente sospettare di difficoltà finanziarie).

La Banca d'Italia “provvede a valutare il *Collateral* prestato dalle banche con giudizio insindacabile; a verificare che le negoziazioni rispettino limiti e condizioni fissati; ad assicurare il puntuale regolamento delle operazioni nel caso di inadempienza di un operatore, rivalendosi successivamente sulle garanzie conferite”; “le banche potranno partecipare al mercato entro un limite massimo correlato al patrimonio di vigilanza e, comunque, nell'ambito del valore delle garanzie conferite alla Banca d'Italia: titoli stanziabili presso l'Eurosistema, altre attività e strumenti finanziari con specifiche caratteristiche”.

La stessa Comunicazione regola i criteri di calcolo dei margini di garanzia mediante l'applicazione dell'*haircut* al controvalore degli strumenti finanziari costituiti in garanzia (pag. 6). Sull'iniziativa, v. pure QUAGLIO A., *Se la City ci ripensa sul Mic*, in *Il Sole 24 Ore – Plus 24*, 21 marzo 2008, 10.

⁵⁶ GUCCIONE A.V., *I contratti*, *cit.*, 51.

⁵⁷ FERRARINI G. – GIUDICI P., *op. cit.*, 1002; ANNUNZIATA F., *op. cit.*, 197; GABRIELLI E., *Contratti di garanzia finanziaria*, *cit.*, 306.

ridosso dell'emanazione della Direttiva e in un'ottica estranea agli ordinamenti continentali, i contratti di garanzia vengono distinti "in due classi secondo la disciplina di *common law* (art. 3): da un lato stanno i *security financial collaterals*, ossia le garanzie che non determinano il trasferimento della proprietà dei beni oggetto di garanzia; dall'altro stanno i *title transfer financial collaterals*, in cui vi è un trasferimento in funzione di garanzia"⁵⁸.

L'approccio funzionalistico – che consente di ricomprendere nella generale categoria delle alienazioni in funzione di garanzia anche la cessione del diritto di credito la quale, nonostante a livello comunitario sia stata contemplata soltanto a seguito della Direttiva 2009/44/CE su richiesta della Banca Centrale europea (*considerando V*), viene espressamente annoverata nell'art. 6 del Decreto - risponde del resto allo stesso approccio utilizzato nell'analisi delle c.d. *new properties* dove pure la tradizionale nozione di bene giuridico ha subito un'opera di ripensamento e dove il diritto di credito ha assunto sempre più le sembianze di un bene⁵⁹.

⁵⁸ FERRARINI G. – GIUDICI P., *op. cit.*, 1002; GABRIELLI E., *ibidem*. Sulla distinzione, v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 15-16 il quale ricorda come per i *security interest* nella *English Law* il *collateral taker* può disporre della garanzia solo in presenza di un *event of default* mentre secondo la *New York Law* il *collateral taker* può disporre della garanzia anche se tale evento non si è verificato: quest'ultima è la soluzione seguita dalla Direttiva (18-19). Secondo un recente studio l'origine dei *title transfer financial collateral arrangement* sarebbe da rinvenire nella *fiducia cum creditore* del diritto romano (MANGATCHEV I., *Financial Collateral Arrangements under Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002*, in *mpra.ub.uni-muenchen.de*).

⁵⁹ VISENTINI G., *I nuovi beni come oggetto di garanzia*, in G. De Nova - B. Inzitari - G. Tremonti - G. Visentini, *Dalle res alle new properties*, Milano, 1991; LOBUONO M., *op. cit.*, 457, 481; MANGIALARDI D.A.-ADDANTE A., *Commodity derivatives tra diritto e mercato*, in (a cura di) M. Lamandini – C. Motti, *Scambi su merci e derivati su commodities*, Milano, 2006, 561-562. Sembra non considerare tale circostanza, SARDO G., *op. cit.*, 619, testo e nota 11. E' questo un primo aspetto che avvicina la disciplina delle garanzie finanziarie ai *security interest* dell'art. 9 dello *Uniform Commercial Code* ove il concetto di bene mobile abbraccia tutti gli *asset* del debitore compresi i crediti presenti e futuri che saranno incassati dall'imprenditore nell'esercizio della sua attività economica: CANDIAN ALB., *Le garanzie mobiliari*, *cit.*, 163. Il Decreto definisce all'art.

Alle sole garanzie reali ossia prestate mediante costituzione senza perdita della proprietà (*security financial collateral*) si riferisce la categoria residuale di “*qualsiasi altro contratto di garanzia reale*” di cui all’art. 1 co. 1 lett. d)⁶⁰.

Orbene, la sostanziale eguaglianza di disciplina materiale tra le ipotesi di *security financial collaterals* e di *title transfer financial collaterals* deriva dal fatto che, nel primo caso, l’alienazione o l’appropriazione delle attività avviene in forza di poteri dispositivi su un bene di proprietà altrui mentre, nel secondo caso, *ex iure proprietatis*⁶¹.

La sostanziale identità tra le ipotesi di trasferimento in funzione

1 lett. d) il contratto di garanzia finanziaria come “*il contratto di pegno o il contratto di cessione del credito o di trasferimento della proprietà di attività finanziarie con funzione di garanzia, ivi compreso il contratto di pronti contro termine, e qualsiasi altro contratto di garanzia reale avente ad oggetto attività finanziarie e volto a garantire l’adempimento di obbligazioni finanziarie*”. Secondo la dottrina il legislatore ha privilegiato nella definizione il profilo funzionale (cioè la causa di garanzia) piuttosto che la struttura formale del contratto (GABRIELLI E., *Contratto, mercato e procedure concorsuali*, Torino, 2006, 262; BONFANTI F., *op. cit.*, 512; *in terminis*, AGNESE V., *op. cit.*, 73 ss., richiamando la teoria della “causa concreta”).

Nel contemplare tra le attività finanziarie suscettibili di garanzia pure i crediti la Direttiva 2009/44/CE, da un lato, ha definito i crediti aggiungendo la lett. o) all’art. 2, paragrafo 1 [“*crediti in denaro derivanti da un contratto con il quale un ente creditizio, secondo la definizione dell’articolo 4, punto 1), della direttiva 2006/48/CE, compresi gli enti elencati all’articolo 2 della stessa direttiva, concede un credito in forma di prestito*”]; dall’altro, ha aggiunto all’art. 1, paragrafo 4, la lettera c) secondo cui “*gli Stati membri possono escludere dall’ambito di applicazione della presente direttiva i crediti per i quali il debitore è un consumatore quale definito dall’articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori, o una microimpresa o piccola impresa quale definita dall’articolo 1 e dall’articolo 2, paragrafi 2 e 3, dell’allegato alla raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, del 6 maggio 2003, riguardante la definizione di microimprese, piccole imprese e medie imprese, salvo i casi in cui il beneficiario della garanzia o il datore della garanzia di tali crediti sia uno degli enti di cui all’articolo 1, paragrafo 2, lettera b), della presente direttiva*”.

Secondo AGNESE V., *op. cit.*, 51, nota 65, l’attuazione della Direttiva 2009/44/CE avrà l’effetto di restringere, anziché ampliare, l’ambito oggettivo di applicazione del decreto poiché identificherebbe i crediti che possono formare oggetto di garanzia solo con i prestiti bancari

⁶⁰ In tal modo la disciplina si premura di non porre limiti definitivi tali da restringere il perimetro applicativo: GIRINO E., *op. cit.*, 39.

⁶¹ CANDIAN ALB., *Le garanzie finanziarie, cit.*, 37.

di garanzia e di costituzione di una garanzia reale mediante attribuzione del potere di disposizione viene individuata propriamente sul piano causale essendo in entrambe presente la funzione di creare l'immediata liquidabilità del *collateral* in favore del beneficiario⁶².

La pronuncia in commento sembra aderire a tale approccio ricostruttivo ove ha ritenuto rilevanti ai fini dell'esclusione di un trasferimento in funzione di garanzia le previsioni sul mandato, la clausola di rotatività e la predeterminazione della vendita soltanto in caso di inadempimento.

Il pegno di attività finanziarie a garanzia di obbligazioni finanziarie di cui all'art. 5 del Decreto, si identifica con il pegno regolare il quale, non comportando il trasferimento della proprietà della *res* (*security interest*), esula dal novero dei trasferimenti della proprietà in funzione di garanzia (*transfer interest*) i quali, invece, comprendono anche il pegno irregolare. Si potrebbe anzi ritenere che anche al di fuori dell'ambito di applicazione della normativa in discorso – e ciò in considerazione del contributo che il diritto “secondo” può dare al diritto “primo” - pure il pegno regolare ed il pegno irregolare possono ormai distinguersi non più né per tipologia di beni⁶³ né per l'attribuzione del potere dispositivo⁶⁴, ma alla luce del criterio discre-

⁶² TAROLLI R., *Le garanzie finanziarie: il diritto di utilizzazione dell'oggetto della garanzia*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 880-881 per il quale “sulla base di tali premesse, dovrebbe coerentemente concludersi che in ipotesi di esercizio del potere dispositivo in conformità di un contratto di costituzione di garanzia reale si modifichi sostanzialmente lo stesso tipo negoziale, che corrisponderebbe, più probabilmente, a quello caratterizzante ogni forma di garanzia perfezionata con il trasferimento del titolo di proprietà (*sub specie* di pegno irregolare o altro negozio)”.

⁶³ GATTI S., *Pegno irregolare e fallimento del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, I, 112: fungibili nel pegno irregolare e “*infungibili nel pegno regolare*”; v. pure Trib. Roma 18 luglio 1991, in *Giur. it.*, 1992, II, 2, 181.

⁶⁴ La più recente giurisprudenza della Suprema Corte (Cass., 24 maggio 2004, n. 10000), respingendo la teoria che qualifica il pegno irregolare come (sotto)specie del pegno (regolare) e che si limita a differenziare le due fattispecie unite da una comune

tivo di matrice anglosassone che distingue tra garanzie che determinano l'alienazione del diritto e garanzie che non determinano tale alienazione.

L'art. 5 è, comunque, ritenuto applicabile non solo al pegno regolare, ma a tutte le forme di garanzia che non comportino il trasferimento della piena proprietà delle attività finanziarie in funzione di garanzia⁶⁵.

L'art. 5 assume grande rilievo nell'ambito del contratto di *prime brokerage* stipulato dagli *hedge fund*⁶⁶: la documentazione contrattuale

funzione di garanzia solo per tipologia di beni, ha stabilito che la fattispecie si caratterizza piuttosto per l'evidenza data proprio all'autonomia del negozio in esame rispetto al contratto di pegno regolare: secondo la Corte "allorché il contratto di costituzione di pegno riconosca alla banca garantita il potere di disporre dei titoli per soddisfarsi dei propri crediti, si esula dall'ipotesi di pegno regolare, e si rientra, viceversa, nella disciplina, prevista dall'art. 1851 cod. civ., del pegno irregolare, in base alla quale il creditore garantito acquisisce la somma portata dal titolo o dal documento, che dovrà restituire al momento dell'adempimento o, in caso di inadempimento, dovrà rendere per quella parte eccedente l'ammontare del credito garantito, determinata in relazione al valore delle cose al tempo della relativa scadenza. Sicché il creditore assistito da pegno irregolare, a differenza di quello assistito da pegno regolare, non può (per carenza di interesse) e non è tenuto ad insinuarsi nel passivo fallimentare, ai sensi dell'art. 53 legge fall., per il soddisfacimento del proprio credito, essendo la compensazione nel pegno irregolare la modalità tipica di esercizio della prelazione. (Nella specie, il pegno - con facoltà della banca di disporre dei titoli che ne costituivano l'oggetto - era stato costituito a garanzia di un aumento straordinario del fido, riconosciuto contestualmente e a termine, sebbene deliberato formalmente alcuni giorni dopo; nell'enunciare il principio di cui in massima, la Corte ha escluso che l'estinzione del debito vantato dalla banca fosse assoggettabile a revocatoria fallimentare)" (Cass., 6 dicembre 2006, n. 26154; Cass., 10 marzo 2006, n. 5290; Cass., 16 giugno 2005, n. 12964). Pare ancora muoversi nella direzione del criterio discrezionale dell'attribuzione del potere dispositivo KEIJSER T., *op. cit.*, 106-107 il quale osserva come la differenza tra il prestito di titoli fungibili e la vendita o permuta, da un lato, ed il pegno dall'altro, risiederebbe nel fatto che la Direttiva, diversamente dalla disciplina di diritto comune, attraverso l'attribuzione del diritto di uso (previsto, per l'ordinamento italiano, dall'art. 5 del Decreto) consente al creditore pignoratorio di disporre del *collateral* anche a prescindere del verificarsi di un *event of default*.

⁶⁵ LOIACONO D.-CALVI A.-BERTANI A., *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, Supplemento al fascicolo 6/2005 della Rivista Banca, borsa e tit. cred., 33.

⁶⁶ Gli *hedge funds* sono un tipo economicamente importante di schema di investimento collettivo non regolato e, pertanto, non soggetto alle restrizioni legali che riguardano altre forme di investimento collettivo rispetto alle quali si caratterizza per un profilo di rischio/rendimento più elevato (ad es. l'*hedge fund* è l'unico fondo cui è consentita la

vendita allo scoperto). Il recente scandalo Madoff del mese di dicembre 2008 ha riproposto la necessità di definire una nuova regolamentazione degli *hedge fund* (v. URSINO G., *Per gli hedge è l'ora delle regole*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3): nel caso Madoff, ad es., è stato accertato che il *subcustodian* delle banche per le attività in garanzia fosse addirittura lo stesso Madoff (OLIVIERI A., *La Sec sulle orme della truffa*, in *Il Sole 24 Ore*, 16 dicembre 2008, 3; sul sub-deposito degli strumenti finanziari presso il *prime broker*, avente pure la funzione di mettere la banca depositaria in condizione di esercitare il controllo sulla regolarità della gestione del fondo, così come previsto dall'art. 38 TUF, v. LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 735). Per la riforma degli *hedge funds*, da ultimo, v. MAISANO L., *Sugli hedge intesa più vicina*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 marzo 2010, 2. Per un'esigenza di regolamentazione, v. MONTI M., *Iosco: hedge fund da regolamentare*, in *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo 2009, 5; sulla proposta di direttiva europea per la regolamentazione, v. BRIVIO E., *Bruxelles stringe sugli hedge funds*, in *Il Sole 24 Ore*, 28 aprile 2009, 43 e ID., *La Ue fissa i paletti contro gli hedge funds*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 aprile 2009, 37; per il dibattito su tale proposta, v. gli articoli di DAVI L.-INCORVATI L., *Le nuove regole Ue cambiano gli hedge*, in *Il Sole 24 Ore, Plus24*, 9 maggio 2009, 4; ID., *In Italia norme già allineate, ibidem*; URSINO G., *Quel silenzio sugli asset illiquidi, ibidem*, INCORVATI L., *Il rischio? Abbassare la tutela, ibidem*). In Italia la disciplina è dettata dal Decreto del Ministro del Tesoro, 31 gennaio 1999, n. 228 poi modificato con D.M., 31 gennaio 2003, n. 47 e dal provvedimento del Governatore della Banca d'Italia del 20 settembre 1999 e ricalca in parte il modello statunitense. In tale schema di investimento, i *funds* forniti da investitori sofisticati sono trattati adoperando strategie complesse basate sui derivati all'insegna dell'arbitraggio e della leva finanziaria (ossia un alto rapporto tra capitale e indebitamento): essi utilizzano metodi e strumenti di copertura del rischio (ad es. opzioni *put*, *futures*, derivati, ecc.) al fine di massimizzare le *performance*. Tipicamente gli *hedge funds* sono, pertanto, altamente speculativi. Per un'analisi v. FOSCHINI M., *op. cit.*, 227 ss.; ANNUNZIATA F., *I fondi speculativi*, in *Trattato dei contratti* diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, t. 2, 677 ss.; LAZZARINO M. – ZOLA S., *I fondi speculativi: un ruolo importante ma un rischio eccessivo*, in (a cura di) E. Barucci - M. Messori, *Oltre lo shock. Quale stabilità per i mercati finanziari*, Milano, 2009, 115 ss. Nell'articolo apparso su *Il Sole 24 Ore* del 13 gennaio 2009, *Hedge fund, rosso record da 350 miliardi \$ nel 2008*, in www.ilsole24ore.it viene riferito che nel 2008 gli *hedge fund* hanno perso 350 miliardi di dollari su scala mondiale avendo gli stessi sofferto perdite sugli investimenti e riscatti da parte della clientela (sul punto, v. pure LAZZARINO M. – ZOLA S., *op. cit.*, 130 ss.). Al fine di evitare che la corsa ai riscatti potesse condurre gli *hedge fund* in una situazione di illiquidità, l'art. 14 della L. 28 gennaio 2009, n. 2 di conversione con modifiche del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 ha consentito alle SGR di avvalersi, anche con effetto retroattivo, delle misure introdotte volte a dilazionare i flussi di rimborso (*gate*) e a trasferire le porzioni illiquide del portafoglio in appositi veicoli (*side pocket*) (per alcuni primi dati, v. URSINO G., *Chi rimborsa i clienti con il contagocce*, in *Il Sole 24 Ore*, 21 febbraio 2009, inserto *Plus24*, 9; sulla disposizione, v. FAUSTINI E., *Decreto legge "anticrisi"*, *cit.*, 5-6; per una recente analisi della situazione del mondo degli *hedge funds*, v. LIERA M., *Gli hedge fund provano a ripartire*, in *Il Sole 24 Ore*, 26 aprile 2009, 25). Ricorda MORRIS CH. R., *Crack. Come siamo arrivati al collasso del mercato e cosa ci riserva il futuro*, Roma, 2008, 151 come un ampio segmento di *hedge funds* si concentri nei *Collateral Debt Obligation* e nei *Credit Default Swap*: a tale Autore si rinvia per una ricostruzione delle posizioni di venditori di protezione assunte dagli *hedge funds* e per l'analisi delle conse-

del *prime brokerage*⁶⁷ non è infatti standardizzata ed in molti casi i contratti fra *hedge funds* e *broker* sono strutturati come un *security interest* con attribuzione del diritto di uso del *collateral* (*repledge* o *rehypothecation*) a prescindere dal verificarsi di un *event of default*⁶⁸: ta-

guenze altamente pregiudizievoli che, anche da lievi perdite sulle CDO, possono aversi sugli *hedge funds* a causa dell'alta leva finanziaria.

⁶⁷ Gli *hedge funds* prendono a prestito dalle banche le quali agiscono come *prime brokers* così fornendo una gamma di servizi inclusi il *cash* e il prestito titoli, la custodia e il brokeraggio. Le esposizioni di credito dei *prime brokers* nei confronti dei loro clienti *hedge funds* sono collateralizzate utilizzando la liquidità di questi ultimi, i titoli e le posizioni derivate e altre pretese contrattuali.

Viene chiarito che “con la locuzione *prime brokers* si intendono primari istituti di credito ed intermediari finanziari che offrono alle SGR speculative una serie unitaria di servizi (che tipicamente comprendono il servizio di custodia e regolamento delle istruzioni di investimento, la ricerca, la negoziazione, il finanziamento ed il prestito titoli) per la gestione di fondi di tipo speculativo” [BANFI A.-FUSETTI R., in (a cura di) A. Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Torino, 2008, 451 cui si rinvia per ulteriori approfondimenti]. I *prime brokers* “si collocano tra l'*hedge fund* (o meglio il gestore), che impartisce gli ordini, e i negozianti incaricati delle loro esecuzione”; “i principali servizi offerti da questo intermediario consistono [...] nel regolamento delle operazioni disposte dalla società di gestione per conto del fondo, nella custodia dei beni di pertinenza del fondo e nella rendicontazione delle operazioni.

Inoltre il *prime broker* provvede ad erogare finanziamenti al fondo per il pagamento dei margini e a prestare al fondo stesso i titoli necessari per coprire le vendite allo scoperto. Nel caso in cui un fondo speculativo concluda un accordo di *prime brokerage*, il gestore darà istruzione a tutti i negozianti dei quali si avvale di regolare le operazioni con il *prime broker*. Conseguentemente, sarà quest'ultimo a regolare le operazioni nei diversi mercati e nelle valute di riferimento, a custodire gli strumenti finanziari che ne sono oggetto – ovvero a fornire le disponibilità liquide per il pagamento dei margini o a prestare i titoli necessari – e a elaborare i rendiconti sulle posizioni in contante e in titoli” (LENER R., *op. cit.*, 725; ID., *Le garanzie nei fondi hedge (il cd. Prime Brokerage)*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2003, I, 22; KEIJSER T., *op. cit.*, 200 ss.).

⁶⁸ LENER R., *Le garanzie, cit.*, 22; ID., *Il contratto di prime brokerage, cit.*, 727 il quale ricorda che “gli effetti di siffatto vincolo per il diritto inglese sono simili, pur se non certamente identici, a quelli del pegno regolare di diritto italiano. Per effetto della costituzione del vincolo, infatti: a) la proprietà degli strumenti finanziari oggetto del vincolo non viene trasferita al *prime broker*; b) la SGR non può disporre degli strumenti finanziari se non con il consenso del *prime broker*; c) in caso si verifichi un inadempimento delle obbligazioni garantite che dia diritto al *prime broker* di escutere la garanzia, questi avrà diritto a essere preferito rispetto agli altri creditori del fondo sul ricavato della vendita degli strumenti finanziari oggetto della garanzia. Il *prime broker*, pertanto, non ha di norma il potere di disporre dei beni. Il fondo (la SGR per conto del fondo), dunque, conserva il diritto alla restituzione dei titoli sub depositati presso il *broker*, al netto dei debiti eventualmente assunti nei suoi confronti, anche nel caso di risoluzione del contratto ovvero di sottoposizione dell'intermediario a procedura concorsuale”. Sempre secondo LENER R., *Il contratto di prime brokerage, cit.*, 734 non si pongono problemi quanto alla possibilità di concedere *rehypothecation rights* sul patrimonio del fondo:

le diffusione dipende dal fatto che i *prime brokers* hanno modellato la loro documentazione contrattuale su quella statunitense in relazione alla quale il § 9-207 (c) (3) U.C.C. attribuisce alla parte garantita un generale “*right of use*”⁶⁹.

5. L'art. 5 co. 1 del Decreto stabilisce che “*il creditore pignorativo può disporre, anche mediante alienazione, delle attività finanziarie oggetto del pegno, se previsto nel contratto di garanzia finanziaria e conformemente alle pattuizioni in esso contenute*” (c.d. *rehypothecation* o *repledge*)⁷⁰.

“tuttavia, pur ammettendo la possibilità per una SGR di costituire in garanzia i beni che compongono il patrimonio del fondo gestito, l'ulteriore questione da esaminare consiste nello stabilire se ciò sia ammissibile anche là dove il soggetto a vantaggio del quale la garanzia è concessa ne divenga titolare e possa quindi disporre.

Non è agevole prendere posizione sul punto. Sembra però si possa riconoscere la validità della *rehypothecation* a condizione che: (1) sia conforme agli obiettivi del fondo; (2) la SGR non agisca nel proprio esclusivo interesse o nell'interesse di terzi, bensì nell'interesse del fondo o del comparto con riferimento al quale ha sottoscritto il contratto di *prime brokerage*; (3) il regolamento del fondo indichi chiaramente che la SGR ha facoltà di concedere *rehypothecation rights* sui beni del fondo e preveda in quali circostanze ciò possa avvenire e, infine, (4) la SGR manifesti, nelle forme dovute, il proprio previo consenso caso per caso”. *Il Sole 24 Ore* del 25 settembre 2008 riportava la notizia a pag. 5 dell'azione legale che l'*hedge fund Rab Capital* assistito da *Simons&Simons* ha intrapreso contro *Lehman Brothers* in Europa – dallo stesso utilizzato come *prime broker* per le sue operazioni di gestione patrimoniale - innanzi ai giudici britannici per la restituzione di 50 milioni di dollari utilizzati in operazioni di *rehypothecation*: a seguito delle attività di accertamento della società di *audit* e consulenza *PriceWaterhouseCoopers*, che amministra le attività europee di *Lehman* e che sta verificando la posizione di bilancio della banca, sembrerebbe che il gruppo newyorkese abbia utilizzato circa 22 miliardi di dollari delle attività di brokeraggio per operazioni di *rehypothecation* impiegando *securities* di un cliente *in a margin account* per assicurare prestiti della banca stessa. Alle azioni legali sembrerebbero interessati anche altri *hedge fund* come *Amber Capital* e *GLG Partners*.

⁶⁹ Ricorda LENER R., *Il contratto di prime brokerage*, cit., 727 che “il ricorso a *brokers* americani anche da parte (di talune) delle prime SGR speculative italiane ha fatto sì che si sia cercato di importare nel nostro ordinamento questo schema di garanzie. Ed è interessante notare, al riguardo, come i contratti di questo tipo conclusi con fondi speculativi costituiti in Europa (per il momento, in Irlanda e in Italia) siano regolati, per scelta costante delle parti (ma anche [...] in ragione del luogo in cui è annotato il vincolo), dalla legge inglese”; v. pure KEIJSER T., *op. cit.*, 15 ss. e 200.

⁷⁰ L'art. 5, co. 1, della Direttiva prevede che “*gli Stati membri assicurano che il beneficiario della garanzia finanziaria sia legittimato ad esercitare il diritto di utilizzazione*

Al riguardo, occorre subito evidenziare come l'art. 5 abbia in buona sostanza semplicemente ampliato i poteri di autonomia privata delle parti in ordine alla previsione del *right of use* della *res* oggetto del pegno⁷¹ contemplato dal § 9-207 (c) (3) U.C.C.⁷², poteri già previ-

sulla garanzia finanziaria fornita nell'ambito di un contratto di garanzia con costituzione di garanzia reale, se e nella misura in cui ciò è previsto dai termini di tale contratto". Su tale disposizione, v. GUCCIONE A.V., *Commentario, cit.*, 821 ss. Come si evince dal XIX *considerando* della Direttiva, il diritto di utilizzazione trova applicazione in ipotesi di "contratti con costituzione di garanzia reale", laddove nel caso del "contratto di garanzia finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà" il suddetto diritto è naturalmente compreso nelle prerogative del nuovo titolare delle attività finanziarie (sul punto, v. GROSSI A., *op. cit.*, 263-264; la Direttiva 2009/44/CE del 6 maggio 2009 ha aggiunto all'art. 5 della Direttiva *Collateral* il co. 6 il quale, pleonasticamente, esclude l'applicazione delle disposizioni in tema di diritto di utilizzazione della garanzia finanziaria alla cessione del credito).

Le ragioni dell'introduzione della possibilità di attribuire al *collateral taker* il *right of use* risiedono nel fatto che l'attivazione di tale diritto consente di incrementare la circolazione dei titoli sul mercato con conseguente vantaggio tanto per i soggetti finanziatori quanto per quelli finanziati: i primi usufruiscono di una maggiore flessibilità operativa e di nuove possibilità di reddito in forza del riutilizzo, non altrimenti possibili in ipotesi di "immobilizzazione" dei titoli in proprietà del debitore; quest'ultimo, d'altra parte, si giova di un minor costo dell'indebitamento a fronte della concessione del diritto di utilizzo (ROBLES M., *I nuovi contratti di garanzia finanziaria*, in *Master per Giuristi d'impresa "L'evoluzione imprenditoriale del factoring"* – Facoltà di Giurisprudenza – Bari, 16-23 marzo 2007, 1 ss., in *privato.lex.uniba.it*, 16 testo e nota 25, richiamando ANNUNZIATA F., *Verso una disciplina comune, cit.*, 209).

La Relazione illustrativa alla "Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai contratti di garanzia finanziaria" presentata dalla Commissione ed il Documento di Consultazione sulla proposta di legge per l'attuazione della direttiva 2002/47/CE ad opera del Dipartimento del Tesoro del Regno Unito (*Implementation of the Directive on Financial Collateral Arrangements*) prevede: "[...] *The regulations will prevent any remaining doubt about the ability of security financial collateral arrangements to enable collateral takers to rehypothecate the collateral they receive under such arrangements. This will give institutions which receive collateral for their exposures, and their clients, more freedom to tailor the type of collateral arrangement they use to their needs. At present there is a tendency to use title transfer financial collateral arrangements where the collateral taker wants to be able to re-use the collateral in safety under the UK legal system. [...] The increased freedom to re-use collateral under security financial collateral arrangements is therefore a valuable additional flexibility for collateral takers*". V pure KEIJSER T., *op. cit.*, 214 ss. cui si rinvia per un'analisi comparatistica del *right of use* negli ordinamenti olandese, tedesco, statunitense ed inglese.

⁷¹ MACARIO F., *Circolazione e cessione dei diritti in funzione di garanzia*, in *Il diritto delle obbligazioni e dei contratti: verso una riforma? Le prospettive di una novellazione del Libro IV del Codice Civile nel momento storico attuale, Atti del Convegno per il cinquantennio della Rivista di diritto civile*, Padova, 2006, 391 il quale, anche alla luce della consacrazione normativa, dal parte della Direttiva e del Decreto, del pegno "anomalo" osserva come nel nuovo diritto delle garanzie "il debitore continui ad <<utilizza-

sti dalla disciplina codicistica in materia di pegno regolare.

Oltre che nella documentazione standardizzata statunitense, un generale diritto di utilizzo ad opera della parte garantita a prescindere dal verificarsi di un *event of default*, è stato previsto pure nella *Preliminary Draft UNIDROIT Convention on Substantive Rules regarding Intermediated Securities*⁷³.

Alla luce del metodo indicato all'inizio del presente scritto, sa-

re>> i beni in garanzia nelle garanzie <<senza spossessamento>> o che il beneficiario della garanzia possa concretamente disporre dei beni in garanzia, salvo l'obbligo di restituire l'eccedenza al creditore garantito" (p. 393).

⁷² Sul punto, GOODE R., *Legal Problems of Credit and Security*, London, 2003, 225 ss. Secondo l'Autore il potere di disporre del *collateral* può essere previsto e regolato da una pattuizione anche implicita tra le parti, ricavabile ad esempio dai corsi ed usi commerciali; in senso contrario, *Langton v. Waite* (1868) LR 6 Eq 165, citato nel testo alla nota 82, ove è stato negato il diritto di alienare l'oggetto della garanzia finanziaria in difetto di espressa previsione in tal senso. Il caso si riferisce ad una fattispecie che ha segnato gli esordi dell'istituto in discussione, il pagamento cioè di margini da parte del *broker* per la liquidazione delle negoziazioni in titoli per conto dei clienti: i titoli oggetto di garanzia in favore del *broker* per le anticipazioni di margini erano successivamente "riutilizzati" dal *broker* stesso che avesse una posizione *short* sul contante e conseguente necessità di essere a sua volta finanziato. In merito, la Corte adita ha enunciato il principio in base al quale "*a broker had no right to sell stock mortgaged to secure a margin loan* «in the absence of express contract». Nell'ordinamento statunitense, il diritto di utilizzazione è codificato dallo *Uniform Commercial Code* – § 9-207(c)(3) – in forza del quale "*a secured party having possession of collateral or control of collateral [...] may create a security interest in the collateral*". Per un'analisi del *rehypothecation* nel *common law* statunitense, v. già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 118 ss. il quale ricorda come generalmente i *brokers* ottenessero, attraverso clausole apposte sui contratti scritti e ritenute valide [*Baker v. Drake*, 66 N.Y. 518 (1876)] l'autorizzazione a dare in garanzia i titoli del cliente senza limiti (120); a tale Autore (118 ss.) si rinvia per l'analisi della responsabilità da *conversion* (appropriazione indebita) per il caso di subpegno per valore superiore al debito del cliente e in difetto di espressa autorizzazione.

⁷³ UNIDROIT 2006, Study LXXVIII – Doc. 42, March 2006, Appendix 2, Article 25. L'approccio dell'UNIDROIT è stato criticamente discusso in KEIJSER T., *Report on a Right of Use for Collateral Takers and Custodians; Presented to the UNIDROIT Secretariat*, Roma, Luglio 2003, rinvenibile su ideas.repec.org; e in JOHANSONN E., *Transfer and Settlement of Securities: The New Order*, in *European Business Law Review*, 2005, 16(5), 1093 ss. L'importanza della possibilità di attribuire il diritto di utilizzo è di tutta evidenza se solo si considera come nell'ordinamento statunitense, ad es. per la compera *on margin*, il diritto di garanzia che il *broker* ha su tutti i titoli sia depositati che acquistati tenuti *on margin* per il cliente non gli consentiva di disporne esponendolo, in caso contrario, al *tort of conversion* a prescindere dalla sua possibilità successiva di ricomprarli e soddisfare il cliente (COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 115 ss. cui si rinvia).

rebbe il caso di analizzare come tale previsione del diritto “secondo” possa influenzare il diritto “primo” codicistico della garanzia pignoratizia. Allo stato, ci si limita a considerare che il pegno regolare disciplinato dall’art. 5 del Decreto costituirebbe, secondo un’opinione, un sottotipo del pegno regolare del codice civile⁷⁴.

Già nella disciplina del codice civile, come è noto, è rimessa all’autonomia privata l’attribuzione di poteri - peraltro più limitati di quelli contemplati nel Decreto - di disposizione della cosa oggetto del pegno regolare. Infatti, il creditore con il consenso del costituente può usare della cosa (normalmente l’uso è per legge attribuito al costituente solo ai fini della conservazione della cosa).

Discusso è invece se al divieto di subpegno - consistente nel dare la cosa in pegno o concederne ad altri il godimento (art. 2792) - possa derogarsi convenzionalmente⁷⁵. Prevale al riguardo l’opinione più liberale: l’ammissibilità del subpegno si ricaverebbe dall’applicazione del richiamo al “consenso del costituente” anche all’ipotesi prevista nella seconda parte dell’art. 2792 co. 1 c.c.⁷⁶; secondo altri occorre far ricorso ai principi generali per pervenire allo stesso risultato che troverebbe poi conferma nell’art. 1263 c.c.⁷⁷; secondo altri, ancora, il bene oppegnorato può formare oggetto di altro pegno se il concedente acconsente, assumendo la qualità di terzo datore di pegno, sullo stesso bene, in favore del creditore del proprio creditore⁷⁸.

Seguendo la tesi dell’ammissibilità del subpegno, la novità in-

⁷⁴ LOIACONO D. - CALVI A. - BERTANI A., *op. cit.*, 61.

⁷⁵ Per un raffronto dell’art. 2792 c.c. con l’art. 5 del Decreto, v. già TAROLLI, *op. cit.*, 874.

⁷⁶ GORLA G., *Del pegno, delle ipoteche*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, *Libro sesto. Tutela dei diritti, sub art. 2792*, Bologna-Roma, 1968, 85.

⁷⁷ MONTEL A., *Pegno (dir. vig.)*, in *Noviss. Dig. It.*, XII, Torino, 1965, 789.

⁷⁸ MENGONI L., *Gli acquisti a non domino*, Milano, 1975, 196, nota 37.

trodotta dall'art. 5 co. 1 e 2 del Decreto consisterebbe nell'aver previsto anche l'attribuzione del potere di trasferire la proprietà delle attività finanziarie costituite in pegno regolare.

Ciò che rileva è che il corrispondente diritto del debitore non può più esercitarsi sulla *res*, ma si risolve nella pretesa verso il creditore pignoratizio alla ricostituzione del *tantundem*⁷⁹.

Tale novità è di assoluto rilievo se solo si considera che il potere di vendita della *res* oggetto del pegno è prevista in via del tutto eccezionale solo nell'ipotesi di inadempimento della controparte o pericolo nel deterioramento e secondo le modalità stabilite agli artt. 2795 e 2797 c.c., ma non quale facoltà attribuibile pattiziamente ed esercitabile anche a prescindere dall'inadempimento o dal *periculum* di perdita della garanzia⁸⁰.

Allorché sia applicabile il Decreto, il diritto di utilizzazione si estrinseca o nel potere di uso delle attività finanziarie o nel potere di disposizione mediante l'alienazione delle stesse ovvero la loro ulteriore costituzione in garanzia.

In ogni caso, l'attribuzione dei poteri di disposizione deve discendere dall'esercizio dei poteri di autonomia privata ad opera delle parti, ragion per cui, sotto tale profilo, la disciplina comunitaria differisce da quella statunitense ove i poteri di disposizione delle attività finanziarie in favore del creditore garantito discendono automatica-

⁷⁹ TAROLLI R., *op. cit.*, 874. Sul creditore pignoratizio, infatti, grava l'obbligo di ricostituzione della garanzia originaria entro la data di scadenza dell'obbligazione finanziaria principale. La ricostituzione della garanzia equivalente non comporta costituzione di una nuova garanzia e si considera effettuata alla data di prestazione della garanzia originaria. Inoltre, se prima dell'adempimento dell'obbligo di ricostituzione della garanzia equivalente, si verifica un evento determinante l'escussione della garanzia stessa, tale obbligo può essere oggetto di un clausola di *close-out netting*.

⁸⁰ LAMANNA F., *Il nuovo diritto fallimentare*, Commentario diretto da A. Jorio e coordinato da M. Fabiani, t. 1, sub art. 53, Bologna, 2006, 781.

mente *ex lege*⁸¹.

In materia di cessione del credito in garanzia già prima dell'entrata in vigore del Decreto si riteneva che il cessionario non assumesse l'obbligo verso il cedente di non alienare il credito cedutogli in garanzia, salvo che le parti avessero provveduto espressamente in tal senso⁸²; ciò nella prospettiva ricostruttiva della cessione del credito in garanzia come negozio risolutivamente condizionato⁸³.

La legittimità dell'atto dispositivo delle attività finanziarie mediante alienazione o ulteriore costituzione di garanzia espressamente convenuto tra le parti comporta l'assorbimento e l'irrilevanza di qualunque questione inerente ai conflitti che possono sorgere tra il debitore originario ed il terzo sulla base dei principi del possesso vale titolo

⁸¹ LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 54. Per comprendere l'evoluzione, nell'ordinamento statunitense, che ha portato dalla legittimità delle clausole che prevedevano per i contratti di borsa di compera *on margin* l'autorizzazione a dare in garanzia i titoli senza limiti all'attribuzione *ex lege* di tale diritto, v. COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 120.

⁸² DOLMETTA A.A.-PORTALE G.B., *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, I, 110 i quali osservano altresì che il subcessionario è comunque tenuto nei confronti del cedente a fare quanto è necessario per conservargli intatte le ragioni verso il ceduto (richiamando PELOSI A.C., *La proprietà risolubile nella teoria del negozio condizionato*, Milano, 1975, 414 e PANZARINI G., *Lo sconto dei crediti e dei titoli di credito*, Milano, 1984, 120 ss.); come pure non è da escludere che nel contesto della fattispecie concreta, la stessa alienazione possa integrare una violazione di tale obbligo da parte del cessionario (richiamando BRUSCUGLIA L., *Pendenza della condizione e comportamento secondo buona fede*, Milano, 1975, 92 ss.). In senso contrario all'affermazione del potere del cessionario di alienare il credito cedutogli in garanzia, v. CROCE G.R., *La cessione del credito a scopo di garanzia*, in AA.VV., *Le garanzie reali e personali nei contratti bancari*, Milano, 1976, 104.

⁸³ DOLMETTA A.A. – PORTALE G.B., *op. cit.*, 113 per i quali al verificarsi della condizione risolutiva opera il principio della retroattività reale della condizione – salvo che le parti non l'abbiano espressamente esclusa – sì che il cedente ritorna senz'altro nella titolarità del credito ceduto, sempre che, ovviamente questo non sia già stato estinto; se invece è già stato estinto o se le parti hanno escluso la retroattività della condizione, opera naturalmente l'imputazione; in ordine alla quale bisogna far riferimento al valore nominale del credito ceduto, non già alla somma eventualmente realizzata dal cessionario alienando tale credito; se il detto credito è stato pagato al subcessionario, questi è tenuto a restituire l'eventuale residuo al cedente, ferma la responsabilità risarcitoria del cessionario in garanzia ai sensi dell'art. 1358 c.c., in caso di inadempimento di quegli.

e degli acquisti *a non domino* (artt. 1153 e 1994 c.c.)⁸⁴: si osserva che “l’esercizio del diritto di utilizzazione determina l’acquisto di un diritto *a non domino*, ma colui che agisce *tamquam dominus* agisce legittimamente, in deroga al principio *nemo plus iuris transferre potest quam ipse habet*”⁸⁵.

Secondo tale opinione si tratterebbe in buona sostanza pur sempre di un acquisto *a non domino* senza che tuttavia rilevi la disciplina del possesso vale titolo in quanto, pur non essendo proprietario delle attività finanziarie, il creditore era legittimato per contratto a disporre delle stesse.

Alla legittimazione a disporre del bene mobile da parte del pos-

⁸⁴ Sul problema, v. LA SALA G., *L’acquisto a non domino di strumenti finanziari dematerializzati*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 467 ss. e AGNESE V., *op. cit.*, 141 ; v. pure MASTROPAOLO E.M., *Il sistema francese di dematerializzazione e la protezione dell’acquirente di buona fede*, in (a cura di) Visentini G.-Stagno d’Alcontres A., *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002, 79 ss. Secondo una risalente giurisprudenza in caso di pegno *a non domino*, il creditore che in buona fede ha ricevuto dal debitore una cosa altrui, prevale sul proprietario solo se ha osservato l’art. 2787, co. 3, c.c. che attiene al diritto di prelazione senza il quale il pegno sarebbe privo di contenuto (Cass., 17 maggio 1962, n. 1110, in *Giust. civ.*, 1962, I, 1869); affermazione ritenuta infondata da MENGONI L., *op. cit.*, 197.

⁸⁵ LOIACONO D. – CALVI A. – BERTANI A., *op. cit.*, 55-56. Secondo l’ISDA, *Collateral Arrangements in the European Financial Markets. The Need for National Law Reform*, March 2000, sezione 2, 4.2 e 5, in www.isda.org, “the collateral taker should be free to deal with the collateral as though it were the outright owner of the assets, and third parties purchasing from the collateral taker should be able to obtain clean title to the assets, whether or not they have notice of the original interest of the collateral provider” (11). Secondo la dottrina inglese nel caso di *securities interest* con attribuzione del diritto di uso del *collateral*, va distinta l’ipotesi in cui le garanzie siano dematerializzate dall’ipotesi in cui le stesse non lo siano: qualora le garanzie non sono dematerializzate il *collateral provider* non avrà nei confronti del terzo in buona fede avente causa dal *collateral taker* un “*legal interest*” e pertanto egli non potrà efficacemente esercitare anche nei suoi confronti il diritto di *redemption*; nel caso in cui, invece, la garanzia è dematerializzata il *collateral provider* avrà nei confronti del terzo avente causa dal *collateral taker* un “*equitable interest*” e, pertanto, potrà efficacemente esercitare nei suoi confronti il diritto di *redemption* (BENJAMIN J., *Interest in Securities; A Proprietary Law Analysis of the International Securities Markets*, Oxford, 2000, sezione 5.68 e 5.69); per contro, nel caso di *outright transfer*, in linea con le pratiche *standard* del mercato (specialmente i *master agreements* GMRA e GMSLA e ISDA), il *collateral provider* non ha il diritto di *redemption* poiché la garanzia è pienamente disponibile. Per l’ordinamento statunitense, v. già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa, cit.*, 120-121, testo e nota 57.

sessore discendente dal principio dell'apparenza si sostituisce, in tale ipotesi, una legittimazione a disporre delle attività finanziarie discendente dal contratto⁸⁶.

Filippo Murino

Dottore di ricerca in Diritto degli affari
nella LUISS G. Carli di Roma

⁸⁶ Per il caso in cui il *collateral taker* disponga degli *asset* in assenza di un'espressa pattuizione in tal senso, secondo KEIJSER T., *Financial Collateral*, cit., 183 "a purchaser in the securities markets will often be protected in the case of an unauthorised transfer. In order to guarantee the smooth functioning of the markets, a purchaser has only a limited duty to investigate whether the transferor is indeed entitled to dispose of the assets concerned and is considered to be a bona fide purchaser. For this reason, it is unlikely that the purchaser would have to face a claim by the original title-holder, based on, for instance, tracing investment securities or their proceeds is usually impracticable as there is typically a chain of intermediaries, whereas clearing systems and netting arrangements preclude an identification of a particular transfer at one end to a particular receipt at the other. The result is that an unauthorized disposal of investment securities leads, as a rule, to a mere contractual claim for the original title-holder against the unauthorised transferor, one based, for instance, on a tort for conversion. Yet another factor that contributes to a less clear perception of ownership in securities markets is that investment securities are usually held in fungible pools".

Già COLTRO CAMPI C., *I contratti di borsa*, cit., 120-121 aveva osservato che ove il *broker* desse i titoli in pegno ad una banca, questa, che presta denaro confidando (in buona fede) che i titoli girati in bianco siano del *broker* stesso, senza avere notizia dei diritti del cliente, diventa legittimo possessore di buona fede (*bona fide holder for value*) con un diritto di garanzia superiore ai diritti del cliente stesso; e ciò, siano stati i titoli dati lecitamente, o meno, dal *broker*: "il fondamento di tale diritto [...] fu dapprima l'*estoppel*, poi la legge sancita con la *Uniform Stock Transfer Act*: sempre che i titoli siano girati validamente; se non girati, i diritti del *repledgee* sono gli stessi del *broker*".

CORTE COSTITUZIONALE, ORD., 21 LUGLIO 2011, N. 218

Pres.Quaranta – Red. Grossi

**Corte Costituzionale – Giudizio di legittimità costituzionale
in via incidentale - Procedimento - Atto di promovimento – Arbitro Bancario Finanziario - Legittimazione - Esclusione**

L'Arbitro Bancario Finanziario non è legittimato a sollevare questioni di legittimità costituzionale, atteso che nè è un'autorità giudiziaria, né compie un giudizio.

(art. 19, 1° co. legge Regione Sicilia 14 maggio 2009, n. 6)

ORDINANZA

nel giudizio di legittimità costituzionale dell'art. 19, comma 1, della legge della Regione Siciliana 14 maggio 2009, n. 6 (Disposizioni programmatiche e correttive per l'anno 2009), promosso dall'Arbitro Bancario Finanziario, Collegio di Napoli, nel procedimento vertente tra Di Caro Giuseppa nella qualità di titolare dell'impresa Individuale Azienda agricola Deliella e il Banco di Sicilia s.p.a., con ordinanza del 6 luglio 2010, iscritta al n. 363 del re-

gistro ordinanze 2010 e pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale* della Repubblica n. 48, prima serie speciale, dell'anno 2010.

Visti l'atto di costituzione di Di Caro Giuseppa nonché l'atto di intervento della Regione Siciliana;

udito nell'udienza pubblica del 21 giugno 2011 il Giudice relatore Paolo Grossi;

udito l'avvocato Beatrice Fiandaca per la Regione Siciliana.

Ritenuto che, con provvedimento del 6 luglio 2010, l'Arbitro Bancario Finanziario, Collegio di Napoli, ha sollevato, in riferimento agli articoli 3, 41 e 117, secondo comma, lettera *l*), della Costituzione, questione di legittimità costituzionale dell'art. 19, comma 1, della legge della Regione Siciliana 14 maggio 2009, n. 6 (Disposizioni programmatiche e correttive per l'anno 2009), che prevede la proroga, da parte degli istituti di credito, della scadenza dei termini delle esposizioni agrarie;

che il Collegio rimettente premette di essere stato investito da un reclamo, proposto a norma delle disposizioni attuative dell'art. 128-*bis* del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia), con il quale la titolare di una azienda agricola siciliana, debitrice nei confronti del Banco di Sicilia per un credito agrario già scaduto, aveva richiesto all'istituto di credito l'applicazione della norma oggetto di impugnativa ricevendo risposta negativa da parte dello stesso istituto;

che, a fronte delle contrapposte tesi sostenute dalle parti, il Collegio ha rilevato come l'unica interpretazione plausibile della norma in discussione, avuto riguardo all'univoco significato testuale, è che la disposizione stessa abbia inteso introdurre un vero e proprio diritto potestativo del debitore, con un corrispettivo obbli-

go per l'intermediario bancario, non rilevando che il debito della azienda ricorrente fosse già stato prorogato;

che la disposizione denunciata risulterebbe in contrasto con gli artt. 3, 41 e 117, secondo comma, lettera *l*), della Costituzione, il quale, nell'individuare tra i limiti della potestà legislativa regionale quello dell'"ordinamento civile", «certamente sottrae alle Regioni il potere di dettare prescrizioni che incidono sull'autonomia privata, oltretutto nell'ambito di rapporti contrattuali già in essere»;

che il Collegio reputa pregiudizialmente necessario svolgere una approfondita disamina delle circostanze alla stregua delle quali ravvisa la propria legittimazione a sollevare il quesito incidentale di legittimità costituzionale;

che l'Arbitro Bancario Finanziario, nell'ambito dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, avrebbe un ruolo «autenticamente decisorio», atteso che le sue decisioni risulterebbero per vari aspetti vincolanti, specie per gli intermediari, la cui "reputazione" sarebbe messa in gioco in caso di inottemperanza;

che il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario risulterebbe, pertanto, «in qualche modo contiguo» a quello degli arbitri, oggi abilitati a promuovere questioni di legittimità costituzionale in forza dell'art. 819-*bis* del codice di procedura civile, apparendo essenziale, in forza anche della giurisprudenza costituzionale, che l'organo rimettente sia chiamato a risolvere una controversia nel rispetto delle garanzie del contraddittorio e facendo applicazione obiettiva del diritto;

che la questione sollevata sarebbe rilevante atteso che, ove la norma censurata, sicuramente applicabile al contenzioso insorto fra le parti, fosse riconosciuta costituzionalmente legittima, la stessa imporrebbe al Collegio di accogliere la domanda della azienda

agricola ricorrente, non essendo possibile procedere ad una interpretazione adeguatrice tale da scongiurare il prospettato vizio di legittimità;

che la disposizione impugnata contrasterebbe con l'art. 117, secondo comma, lettera *l*), Cost., che esclude la competenza legislativa delle Regioni in materia di "ordinamento civile", in connessione all'esigenza di garantire l'uniformità nel territorio nazionale delle regole fondamentali che disciplinano i rapporti fra privati;

che, prorogando la scadenza di crediti già scaduti, la norma stessa genererebbe l'«effetto di sottrarre al creditore il diritto di agire per l'adempimento, anche nelle forme della esecuzione forzata, nonché l'esercizio degli altri strumenti di tutela previsti dal contratto – come ad esempio il diritto di risolverlo per inadempimento – costringendolo a subire la prosecuzione coattiva del rapporto, ed anzi addirittura la sua ricostituzione coattiva quando (come tra l'altro sarebbe nel caso di specie) egli abbia già manifestato l'intenzione di recedere dal rapporto»;

che, d'altra parte, la materia oggetto dell'intervento legislativo censurato non rientrerebbe nell'ambito di quelle «per le quali l'art. 14 dello Statuto [siciliano] riconosce alla Regione competenza legislativa esclusiva», non potendo essa «ricondersi alla materia "agricoltura"»;

che la disposizione censurata si porrebbe, inoltre, in contrasto con l'art. 3 Cost., giacché essa introdurrebbe, senza alcuna ragionevolezza, «un regime di maggior favore per il debitore impresa agricola, e che abbia beneficiato di erogazione di credito agrario ai sensi dell'art. 43 TUB, in raffronto per un verso all'impresa sempre agricola che sia stata altrimenti finanziata [...] e, per altro verso, e soprattutto, rispetto alle imprese diverse da quella agricola appunto

finanziate dal sistema bancario», senza che possano valere le ragioni prospettate dalla norma, né sotto il profilo della crisi generale (che non giustificerebbe interventi selettivi in ragione della tipologia del credito concesso), né sotto il generico profilo delle «avverse condizioni climatiche»;

che essa, infine, violerebbe anche l'art. 41 Cost., in quanto, incidendo su rapporti in corso o addirittura già risolti, si tradurrebbe in una ingiustificata limitazione dell'autonomia privata, incidendo sulla libertà di iniziativa degli istituti bancari, ai quali sarebbe «sottratta la possibilità di scegliere, sulla base di valutazioni legate al merito creditizio dell'impresa debitrice, se concedere la proroga oppure perseguire nelle autonome prospettive di recupero del credito verso il debitore inadempiente», senza che ciò trovi giustificazione in «superiori esigenze di utilità sociale», potendo gli istituti di credito, ove non vincolati dalla norma censurata, liberare capitali per finanziare imprese più meritevoli;

che si è costituita in giudizio la parte privata, ricorrente nel procedimento principale, la quale ha concluso chiedendo dichiararsi inammissibile e comunque infondata la proposta questione;

che l'Arbitro Bancario Finanziario non sarebbe legittimato a sollevare questione di legittimità costituzionale, trattandosi di organo che non esercita funzioni giudicanti e non è collocato in una posizione *super partes* e le cui decisioni non produrrebbero i medesimi effetti della sentenza pronunciata dall'autorità giudiziaria, non essendo contro di esse previsti mezzi di impugnazione in quanto contenenti misure che non incidono sulla sfera giuridica delle parti e non precludono il ricorso all'autorità giudiziaria;

che la questione risulterebbe pure inammissibile considerato che nel procedimento *a quo* non sarebbe stato rispettato il contrad-

dittorio, non essendo le controdeduzioni avversarie state notificate alla parte ricorrente;

che l'art. 117 Cost. sarebbe stato evocato in modo inadeguato, senza specifica indicazione della norma statutaria di riferimento, senza, perciò, che il rimettente abbia verificato se la disposizione legislativa contestata possa essere ricondotta nell'ambito delle materie che rientrano nella competenza regionale, limitandosi ad escludere che la norma impugnata sia riconducibile alla materia, in genere, dell'"agricoltura";

che la questione sarebbe, comunque, infondata, giacché la disposizione censurata non sopprime l'autonomia negoziale delle parti, ma si limita ad introdurre una norma transitoria la cui portata è già esaurita, giustificata da una situazione eccezionale e da ragioni di interesse pubblico e sociale, con attribuzione al debitore dell'onere del pagamento degli interessi;

che la questione risulterebbe parimenti infondata anche in riferimento agli artt. 41 e 3 Cost., stante il rilievo che, accanto alle eccezionali emergenze di carattere economico ed atmosferico, la scelta legislativa sarebbe orientata verso un settore, quello agricolo, «sempre destinatario di discipline (anche comunitarie e non solo regionali o nazionali) specifiche, in considerazione delle proprie peculiarità»;

che nel giudizio ha infine spiegato atto di intervento la Regione Siciliana, in persona del suo Presidente *pro-tempore*, per chiedere una pronuncia di inammissibilità o di infondatezza;

che anche la Regione deduce il difetto di legittimazione del Collegio rimettente sul rilievo che la figura dell'Arbitro Bancario Finanziario non potrebbe ritenersi "contigua" a quella dell'arbitro rituale nonché sul rilievo che le disposizioni che ne regolano le at-

tribuzioni evidenziano il carattere non alternativo che le decisioni adottate dal Collegio presentano rispetto ai rimedi giurisdizionali;

che, infatti, a differenza di quanto previsto tanto in sede giudiziaria che arbitrale, anche dopo la decisione del Collegio, non vincolante per il cliente e per l'intermediario, è sempre possibile ricorrere alla autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti ed interessi;

che le parti non sarebbero, del resto, neppure collocate in posizione di parità, come avviene in un giudizio anche arbitrale, essendo concessa maggior tutela al cliente, quale parte contrattualmente più debole;

che, peraltro, la premessa interpretativa da cui muove il Collegio rimettente sarebbe erronea, in quanto la disposizione impugnata avrebbe natura soltanto «propulsiva, costituendo un invito a porre in essere la prevista proroga al fine della realizzazione del pubblico interesse sottostante, ma nel rispetto delle previsioni codicistiche che la vincolano ad una espressa e conforme volontà delle parti»;

che, pertanto, non essendo stata imposta autoritativamente alcuna proroga legale, la legge regionale non avrebbe travalicato alcun limite posto dai parametri costituzionali evocati;

che, in una memoria depositata in prossimità dell'udienza, la Regione Siciliana ha insistito nelle precedenti richieste precisando argomenti già svolti nell'atto di intervento.

Considerato che, con provvedimento del 6 luglio 2010, l'Arbitro Bancario Finanziario, Collegio di Napoli, solleva, in riferimento agli articoli 3, 41 e 117, secondo comma, lettera l), della Costituzione, questione di legittimità costituzionale dell'articolo 19, comma 1, della legge della Regione Siciliana 14 maggio 2009, n. 6 (Disposizioni programmatiche e correttive per l'anno 2009),

che prevede la proroga, da parte degli istituti di credito, della scadenza dei termini delle esposizioni agrarie;

che, preliminarmente, in punto di legittimazione a sollevare questioni di legittimità costituzionale, il Collegio rimettente sottolinea come, alla luce della disciplina relativa alla struttura e alla funzione di tale organismo – di cui, in particolare, all'art. 128-*bis* del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) e alle conseguenti disposizioni attuative –, trasparirebbe un ruolo «autenticamente decisorio» delle controversie insorte tra clienti ed intermediari bancari, con la rigorosa applicazione delle norme di diritto;

che la decisione adottata all'esito della prevista procedura presenterebbe profili di efficacia, sotto vari aspetti, vincolante (in particolare per ciò che riguarda la posizione degli intermediari, posto che la "reputazione" dei medesimi potrebbe risultare compromessa in caso di inottemperanza), con la conseguenza di rendere il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario «in qualche modo contiguo» a quello degli arbitri, oggi espressamente abilitati a promuovere questioni di legittimità costituzionale in forza dell'art. 819-*bis* del codice di procedura civile;

che una simile conclusione si troverebbe in linea con i principi affermati da questa Corte nelle sentenze [n. 83 del 1966](#) e [n. 376 del 2001](#), ove, nel delineare la nozione di giudizio e di autorità giurisdizionale ai fini di quanto previsto dall'art. 23 della legge 11 marzo 1953, n. 87, si è stabilito come sia essenziale, a quegli effetti, che l'organo rimettente sia chiamato a risolvere una controversia nel rispetto delle garanzie del contraddittorio e facendo applicazione obiettiva del diritto;

che detti requisiti risulterebbero nella specie soddisfatti, tenuto conto anche della posizione *super partes* che caratterizzerebbe l'Arbitro Bancario Finanziario, anche sul versante della relativa composizione e dei meccanismi di nomina dei componenti il collegio;

che gli accennati rilievi, diffusamente elaborati dal Collegio rimettente per asseverare la propria qualità di "autorità giurisdizionale", non possono tuttavia essere considerati persuasivi, alla luce della stessa disciplina relativa alle attribuzioni dell'organo in questione;

che, infatti, non può non osservarsi come l'Arbitro Bancario Finanziario, pur istituito sulla base di una disposizione di carattere legislativo, quale l'art. 128-*bis* del Testo unico bancario (il quale, peraltro, nelle varie e successive stesure, si è limitato a stabilire soltanto la previsione di un organismo destinato a favorire la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra clienti ed intermediari bancari, in modo che siano assicurate la "imparzialità" dell'organo e la "rappresentatività dei soggetti interessati"), ha poi trovato la propria disciplina esclusivamente, come previsto, in disposizioni di carattere amministrativo, quali, in particolare, la delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) 29 luglio 2008, n. 275, pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale* n. 222 del 2008, e le disposizioni adottate dalla Banca d'Italia il 18 giugno 2009 e pubblicate nella *Gazzetta Ufficiale* n. 144 del 2009;

che, pertanto, già alla stregua del carattere delle disposizioni in base alle quali l'organismo in questione è stato effettivamente istituito ed è chiamato a procedere e decidere, si profilano, sul piano strutturale e funzionale, connotazioni che valgono ad escludere la riconducibilità di tale organo a quelli giurisdizionali, ancorati, per

loro stessa natura, al fondamento costituzionale e alla riserva di legge;

che, d'altra parte, è ulteriormente significativo, per denotare il carattere dei compiti dell'organismo in discorso, che gli stessi criteri e requisiti di nomina dei componenti, il loro stato giuridico e il complesso delle regole deontologiche, non siano paragonabili ai presidi corrispondentemente previsti nei confronti di organismi chiamati a svolgere funzioni giurisdizionali;

che, allo stesso modo, gli indici di riconoscibilità considerati tipici delle funzioni giurisdizionali appaiono del tutto assenti in riferimento alle specifiche attribuzioni che l'organismo in discorso è chiamato a svolgere, alla stregua delle richiamate fonti che ne disciplinano il funzionamento;

che, difatti, risulta particolarmente rilevante la circostanza per la quale l'intervento dell'Arbitro Bancario Finanziario è, da un lato, precluso nell'ipotesi in cui la controversia sia stata già sottoposta alla autorità giudiziaria o rimessa a decisione arbitrale (art. 2, comma 6, della citata delibera CICR) e, dall'altro, risulta ugualmente vanificato qualora nel corso del procedimento la controversia stessa sia devoluta ai giudici o agli arbitri (art. 6, comma 4, della medesima delibera);

che dette circostanze assumono, nel complesso, portata direttamente agli effetti che qui interessano anche sulla base del comunicato della Banca d'Italia del 26 ottobre 2010, ove, fra l'altro, incisivamente si puntualizza che «per gli intermediari, così come per i clienti, quale che sia l'esito della procedura, resta ferma la facoltà di ricorrere all'autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi»,

sul rilievo che «le decisioni dell'ABF, infatti, non incidono sulle situazioni giuridiche delle parti»;

che i caratteri della giurisdizione si rivelano, del pari, inesistenti anche con riguardo al profilo relativo alla decisione, posto che la stessa non assume, in realtà, alcun valore cogente per nessuna delle parti "in causa", svolgendo essa solo una funzione destinata ad incidere sulla immagine e sulla reputazione dell'intermediario, in particolare se non ottemperante, secondo connotazioni che possono riecheggiare gli interventi di organi amministrativi in autotutela;

che, per altro verso, la circostanza secondo cui il "risponso" dell'Arbitro Bancario Finanziario debba essere adottato "secondo diritto" non può ritenersi in sé argomento probante, giacché è tipico di qualsiasi funzione giustiziale procedere e adottare le proprie determinazioni *secundum ius*, al pari di qualsiasi organismo della pubblica amministrazione;

che, pertanto, deve essere esclusa la legittimazione dell'Arbitro Bancario Finanziario a sollevare questioni di legittimità costituzionale, dovendo quella qui ora proposta essere dichiarata manifestamente inammissibile.

PER QUESTI MOTIVI

LA CORTE COSTITUZIONALE

dichiara la manifesta inammissibilità della questione di legittimità costituzionale dell'art. 19, comma 1, della legge della Regione Siciliana 14 maggio 2009, n. 6 (Disposizioni programmatiche e correttive per l'anno 2009), sollevata, in riferimento agli articoli 3, 41 e 117, secondo comma, lettera *l*), della Costituzione, dall'Arbitro Bancario Finanziario, Collegio di Napoli, con il provvedimento indicato in epigrafe.

Così deciso in Roma, nella sede della Corte costituzionale, Palazzo della Consulta, il 4 luglio 2011. Depositata in Cancelleria il 21 luglio 2011.

ABF E ACCESSO AL GIUDIZIO DI LEGITTIMITÀ COSTITUZIONALE

1. Con “ordinanza” del 16 luglio 2010¹, l’ABF-Collegio di Napoli² coglieva l’occasione di una discutibile norma di una legge della Regione Sicilia³ per porre una significativa problematica, quella della legittimazione dell’Arbitro Bancario Finanziario a sollevare questione di costituzionalità.

“Pur non esercitando poteri di natura giurisdizionale – argomentava il Collegio - l’Arbitro Bancario Finanziario – il cui ruolo di organo di soluzione delle controversie tra intermediari bancari e clienti si svolge nel quadro di una normativa di rango primario, quale appunto l’art. 128-bis del d.lgs. 1993 n. 385, e di disposizioni di natura regolamentare delineate dal CICR con delibera 29 luglio 2008, n. 275, i cui principi sono poi stati ulteriormente definiti con disposizioni attuative della Banca d’Italia del 18 giugno 2009 – si

¹ Che può leggersi al sito www.judicium.it.

² Composto da E. Quadri Pres., L. Patroni Griffi, F. Auletta, G. Guizzi, L. Picardi.

³ La questione era relativa al ritardato rimborso di rate di credito agrario da parte di un’impresa agricola siciliana la quale, a fronte di sollecito della banca, invoca l’applicazione di normativa nelle more intervenuta (art. 19, 1° co., 1. reg. Sicilia 14 maggio 2009, n. 6) per ottenere un’ulteriore proroga. Assume il Collegio: “che in effetti l’art. 19, comma 1, della legge regionale n. 6/2009, «introduce un vero e proprio diritto potestativo del debitore, ove si tratti di impresa agricola, alla proroga dell’esposizione debitoria scaduta» che comporta una «posizione di soggezione» dell’intermediario, «dovendo prorogare il termine là dove il cliente eserciti tale diritto». Un’interpretazione di questo tipo, tuttavia, pur determinando l’accoglimento della domanda della ricorrente, finisce per menomare l’autonomia negoziale degli istituti di credito e, per l’effetto, a porsi in contrasto con principi costituzionali. Di qui l’iniziativa del Collegio dell’ABF di rimettere alla Corte Costituzionale l’incidente di sospetta incostituzionalità dell’art. 19, comma 1, legge regionale n. 6/2009 con gli artt. 3, 41 e 117, comma 2, lett. l), della Costituzione”.

caratterizza per una sua spiccata peculiarità nell'ambito dei cd. sistemi di risoluzione delle controversie alternativi rispetto a quello giudiziale”

Tale peculiarità veniva poi posta in prospettiva saldamente collegata alla configurazione dell'organismo come collegio “autenticamente decisorio della controversia”⁴, parificabile ad un collegio arbitrale⁵. Per tale via, ricostruendo la giurisprudenza costituzionale che ha adottato un'interpretazione estensiva delle nozioni di „giudizio“ e „autorità giurisdizionale“ che regolano il filtro per l'accesso alla pronuncia di legittimità costituzionale, rispetto alla quale il giudice – anche privato – mantiene il ruolo di introduttore necessario, il Collegio ritiene esistente la propria legittimazione.

2. Le argomentazioni fin qui riferite non hanno trovato accoglimento da parte della Corte Costituzionale che, con l'ordinanza in epigrafe, ha ritenuto “non persuasivi” gli argomenti svolti dal Colle-

⁴ Dal contesto dell'ordinanza di rimessione non emerge quanto la scelta di esaltare tale qualificazione si ponga in univoca relazione con le „forche caudine“ delle nozioni di “autorità giurisdizionale” e “giudizio”, di cui all'art. 23 l. 87/1953, che selezionano l'organo rimettente la questione di legittimità costituzionale in via incidentale.

⁵ Dopo aver escluso che l'ABF abbia compiti conciliativi, argomenta il Collegio: “quello dell'ABF è un ruolo autenticamente decisorio della controversia, poi da svolgersi in rigorosa applicazione delle norme di diritto (come si evince già dall'art. 128-bis TUB, là dove prescrive che le procedure di risoluzione delle controversie devono “assicurare l'effettività della tutela” dei diritti delle parti; e come comunque prescrive espressamente l'art. 6, comma quinto, della delibera CICR). Controversia che viene definita con provvedimenti i quali – sebbene naturalmente non escludano la possibilità di adire successivamente anche l'autorità giurisdizionale – assumono un valore per molti profili vincolante (specialmente per gli intermediari, non solo perché ove non vi ottemperino sono esposti al rischio della sanzione “reputazionale” – cfr. sezione VI, § 5 delle disposizioni di attuazione Banca d'Italia –, ma anche per le ragioni ulteriori, che si diranno meglio tra breve, sul valore conformativo delle decisioni dell'ABF); il che fa sì che il ruolo dell'ABF si presenti in qualche modo contiguo a quello proprio di Arbitri, i quali oggi sono espressamente abilitati dall'art. 819-bis cod. proc. civ. a promuovere l'incidente di costituzionalità. La prospettata analogia funzionale tra ruolo degli Arbitri rituali e ABF potrebbe essere già una prima ragione sufficiente per ritenere che anche questo Collegio possa rientrare nell'ambito degli organi cui spetta, ai sensi dell'art. 23, legge 11 marzo 1953 n. 87, la competenza a sollevare questione di legittimità costituzionale”.

gio, “alla luce della stessa disciplina relativa alle attribuzioni dell’organo in questione”.

Rileva, in primo luogo, la Corte che l’ABF è istituito *sulla base* di una disposizione di carattere legislativo, quale l’art. 128-bis del Testo unico bancario, mera cornice normativa che, “nelle varie e successive stesure”⁶, si è comunque limitato a stabilire *soltanto* la previsione di un organismo destinato a favorire la risoluzione stragiudiziale delle controversie tra clienti ed intermediari bancari, in modo che siano assicurate la “imparzialità” dell’organo e la “rappresentatività dei soggetti interessati”. La disciplina è poi esclusivamente sviluppata, “come previsto, in disposizioni di carattere amministrativo”.

La Corte trae dal carattere delle disposizioni così ricostruite “connotazioni che valgono ad escludere la riconducibilità di tale organo a quelli giurisdizionali, ancorati, per loro stessa natura, al fondamento costituzionale e alla riserva di legge”.

Secondo argomento ostativo alla configurazione dell’ABF come organo con funzioni giurisdizionali è individuato nello *status* dei componenti dell’organismo che, per i profili della nomina, dello stato giuridico e del complesso di regole deontologiche⁷, non sono

⁶ Introdotta, com’è noto, dalla c.d. legge risparmio (art. 29 l. 262/2005), nel quadro dell’implementazione di sistemi „vigilati” di gestione della conflittualità fra intermediari finanziari e clientela, colpita dalla prima ondata di casi di risparmio tradito, la norma è stata poi modificata: nel perimetro soggettivo d’incidenza della disposizione, ampliandone i destinatari dai “consumatori” alla “clientela”, già dal c.d. correttivo alla legge risparmio (d. lgs. 303/2006); con l’aggiunta del comma 3 *bis*, dall’art. 35, 10° co. d. lgs. 11/2010 (di adeguamento alla PSD), disposizione contenitore di una serie di disomogenee modifiche al tub. La norma è stata poi incisa dal d. lgs. 141/2010, che ha inserito al 3° co. un inciso di coordinamento con il d. lgs. 28/2010, che ha introdotto la media-conciliazione obbligatoria, coordinamento su cui si tornerà nel prosieguo.

⁷ I requisiti di “imparzialità” dell’organo decidente e “rappresentatività dei soggetti interessati”, richiesti dall’art. 128 *bis* per l’ “organo decidente”, sono tradotti nella normativa secondaria nell’organizzazione di un sistema di nomina che è prevalente mete riferibile alla Banca d’Italia. L’Organo, infatti, si articola in tre collegi (uno per il Nord con sede a Milano, uno per il Centro con sede a Roma, uno per il Sud con

valutati “paragonabili ai presìdi corrispondentemente previsti nei confronti di organismi chiamati a svolgere funzioni giurisdizionali”.

Sviluppato in più punti è il terzo e fondamentale argomento in base al quale la Corte esclude che ricorrano “gli indici di riconoscibilità considerati tipici delle funzioni giurisdizionali”. Rilevato il sistema di preclusioni per l’accesso e lo svolgimento della procedura davanti all’ABF, recessivi rispetto al ricorso ad ogni altro mezzo previsto dall’ordinamento⁸, la Corte affronta il nodo del ruolo della decisione dell’ABF che, pur da adottare secondo diritto⁹, resta priva dei “caratteri della giurisdizione”, “posto che la stessa non assume, in realtà, alcun valore cogente per nessuna delle parti „in causa”, svolgendo essa solo una funzione destinata ad incidere sulla immagine e sulla reputazione dell’intermediario, in particolare se non ottemperante”.

3. La decisione assunta dalla Corte Costituzionale si pone in sintonia con opinione largamente maggioritaria¹⁰, che non riconosce na-

sede a Napoli), ognuno dei quali composto da cinque membri, nominati con provvedimento della Banca d’Italia, dei quali il presidente e due membri scelti dalla Banca d’Italia, un membro designato dalle associazioni degli intermediari e un membro selezionato, per i consumatori, dal Consiglio nazionale dei consumatori e degli utenti e, per le altre categorie di clienti, da associazioni di categoria. Il requisito dell’imparzialità si declina nella previsione di requisiti di esperienza, competenza, integrità ed indipendenza (art. 3, 10° co. delib. CICR e dal paragrafo 3, sez. III, par. 3 disp. Banca d’Italia), nell’adesione ad un codice deontologico predisposto dalla Banca d’Italia, nella prescrizione di uno specifico dovere d’astensione in caso di conflitto d’interessi (sez. III, 3° co., par. 4 disp. Banca d’Italia). Tutta la normativa d’interesse, incluse le disposizioni riferite, può leggersi al sito www.arbitrobancariofinanziario.it/documenti.

⁸ A riguardo, menzionate le previsioni della delibera CICR sul punto, la Corte riporta integralmente il passaggio d’interesse del comunicato della Banca d’Italia 26 ottobre 2010 (che può leggersi sempre al sito www.arbitrobancariofinanziario.it/documenti): «per gli intermediari, così come per i clienti, quale che sia l’esito della procedura, resta ferma la facoltà di ricorrere all’autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall’ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi», sul rilievo che «le decisioni dell’ABF, infatti, non incidono sulle situazioni giuridiche delle parti».

⁹ Tratto ritenuto dalla Corte “tipico di qualsiasi funzione giustiziale”.

¹⁰ *Ex multis* (fra cui componenti dello stesso Organismo), v. AULETTA, *Arbitro ban-*

tura di organo giurisdizionale all'ABF. E ciò non perché i componenti dell'organismo non sono forniti di requisiti d'indipendenza¹¹ ed equidistanza dalle parti coinvolte nelle controversie sottoponibili alla sua attenzione¹², né perché manca un procedimento improntato al contraddittorio, ma per il motivo – condivisibilmente ritenuto fondamentale dalla Corte – che ai “responsi” dell'organismo la normativa secondaria non attribuisce un ruolo decisorio delle controversie, non collega alcun obbligo giuridico suscettibile d'essere azionato davanti all'autorità giudiziaria.

*cario finanziario e «sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie», in Le società, 2011, 83 ss.; BERGAMINI, I nuovi strumenti stragiudiziali di soluzione delle controversie in materia bancaria e finanziaria, ne I Contratti del mercato finanziario, a cura di Gabrielli e Lener, 2° ed., Torino, 2011, t. I, 429 ss.; CAMILLI, Sistemi di risoluzione alternativa delle controversie e sistemi di vigilanza, in Giur. comm., 2009, I, 240 ss.; CAPOBIANCO, Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario, al sito www.judicium.it; CAPRIGLIONE, La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'ADR, in Banca borsa tit. cred., 2010, I, 261 ss.; CONSOLO, STELLA, Il funzionamento dell'ABF nel sistema delle ADR, in AGE, 1/2011, 121 ss.; M. DESARIO, Profili d'impatto delle decisioni dell'Arbitro Bancario Finanziario sugli intermediari, *ibid.*, 2011, I, 492 ss.; MAIMERI, Commento all'art. 128 bis, in Testo unico bancario. Commentario, a cura di Porzio, Belli, Lo-sappio, Rispoli Farina, Santoro, Milano, 2010; ID., L'Arbitro Bancario Finanziario: dall'iniziativa degli operatori all'imperio legislativo, in Scritti in onore di Francesco Capriglione, Padova, 2010, t. I, 405 ss.; MAIONE, Profili ricostruttivi di una (eventuale) legittimazione a quo dei Collegi dell'Arbitro Bancario Finanziario, al sito www.judicium.it; PERASSI, Il ruolo dell'ABF nell'ordinamento bancario: prime riflessioni, in AGE, 1/2011, 143 ss.; QUADRI, L'“arbitrato bancario finanziario” nel quadro dei sistemi di risoluzione delle controversie, in NGCC, 2010, II, 305 ss.; RUPERTO, L'«Arbitro Bancario Finanziario», *ibid.*, 2010, I, 325 ss..*

¹¹ Si tratta di requisiti che trovano piena rispondenza comunitaria, e in particolare nella Raccomandazione 98/257/CE, riguardante i principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo (già adottata come punto di riferimento dall'Ombusman bancario), che segna gli albori dell'azione comunitaria di promozione delle ADR che, dall'iniziale limitazione prospettica alla micro-conflittualità, hanno assunto la più ampia prospettiva portata dalla direttiva 2008/52/CE, in base alla quale si è introdotta nel nostro ordinamento la media-conciliazione obbligatoria (d. lgs. n. 28/2010).

¹² Il ruolo preponderante della Banca d'Italia nella determinazione della composizione dei collegi è stato condivisibilmente apprezzato come elemento che, basando sull'autorevolezza dell'Istituto, aumenta la fiducia della clientela verso l'operato dell'organismo, incentivando la proposizione dei ricorsi. G. COSTANTINO, La istituzione dell'«Arbitrato Bancario Finanziario», in *Sull'arbitrato. Studi offerti a Giovanni Verde*, a cura di Auletta, Califano, Della Pietra, Rascio, Napoli, 2010, 301.

Quanto alla qualificazione delle “decisioni” dell’“ABF”¹³, si sono prospettate diverse ricostruzioni, che in prevalenza convergono verso qualificazioni che valorizzano la duplice, inscindibile valenza dell’atto in parola: da un canto, “*valutazione di tipo prognostico sull’esito finale di una lite (ancora potenziale) tra cliente ed intermediario*”, prossima all’“*Early Neutral Evaluation*” tipica degli ordinamenti di *common law*¹⁴; d’altro canto, parere contenente un accertamento tecnico, organicamente inserito nello strumentario di vigilanza¹⁵. E proprio da tale sinergia l’atto trae la propria capacità conformativa.

Il sistema non è linearissimo ed è quindi opportuno ripercorrere le tappe principali che hanno condotto all’attuale assetto. Si è già ricordato che l’istituto origina dalla legge risparmio che, nel “clima di „restaurazione dell’intervento pubblico” che segue ogni fallimento di mercato”¹⁶, attrae nell’orbita delle competenze di Consob (art. 27) e Banca d’Italia (art. 29) l’area degli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie.

Per le due Autorità, “la legificazione di un ambito finora lasciato all’autonomia degli operatori”¹⁷ si svolge lungo strade profondamente diverse, solo in parte riconducibili alla diversa formulazione nelle due norme in considerazione¹⁸: per la Consob si sceglie

¹³ Il *nomen* deriva dal citata racc. 98/257/CE che, senza definire che cosa debba intendersi per ADR, adotta il generico termine decisione, il cui contenuto è precisato al considerando 19, ove “Si precisa...che le decisioni possono avere un effetto vincolante tra le parti, oppure limitarsi a semplici raccomandazioni o a proposte di transazione e comunque, in ogni caso, devono chiamarsi „decisioni””. DE CAROLIS, *L’Arbitro bancario finanziario come strumento di tutela della trasparenza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, 70/2011, 10.

¹⁴ CONSOLO, STELLA, *op. cit.*, 125 ss.; PERASSI, *op. cit.*, 153.

¹⁵ V., in particolare, AULETTA, *op. cit.*, 88 s., RUPERTO, *op. cit.*, 335.

¹⁶ MAIMERI, *Commento*, cit., 1148.

¹⁷ MAIMERI, *Commento*, cit., 1136.

¹⁸ Focalizza le peculiarità delle diverse opzioni PELLEGRINI, *Sistemi alternativi di composizione delle controversie bancarie*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, 2° ed., Padova, 2010, t. 2, 879 ss.

di tenere le distanze dalle procedure di ADR, ad evitare un ingorgo di ruoli istituzionali, e si propende per la costituzione di un organismo che si integra nel quadro normativo dei metodi alternativi di risoluzione delle controversie all'epoca esistente¹⁹, pur mantenendo saldi legami con la Commissione²⁰.

Per la Banca d'Italia, s'assiste invece ad una sorta di metabolizzazione del modello da tempo sperimentato nell'ambito dell'associazionismo bancario - l'Ombudsman bancario - che nel più recente assetto era integrato in un'apposito organismo associativo - il Conciliatore Bancario - nel cui quadro si razionalizzava l'offerta dei diversi strumenti di ADR²¹.

4. La scelta di metabolizzazione è compiuta con la ricordata delibera CICR 29 luglio 2008 che - assunta, si noti, anche nell'esercizio di competenze di vigilanza regolamentare - disegna un sistema che non agevolmente può annoverarsi fra gli "strumenti di risoluzione delle controversie" alla cui istituzione delega la norma²²

¹⁹ Si ricorderà che, nell'ambito della riforma societaria, la modifica di rito incideva in maniera differenziata sulle controversie in materia di servizi d'investimento, incluse nel rito societario, e quelle in materia bancaria, che restavano invece in linea di massima escluse. Sul punto v. ANTONUCCI, *Frantumazione di regole e rimedi nel rapporto fra banca e investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, 68 ss.

²⁰ Infatti, il d. lgs. 179/2007, di attuazione del citato art. 27, istituisce presso la Consob una Camera di conciliazione e arbitrato "nella quale opereranno (e decideranno) soggetti terzi, quali i) conciliatori ed arbitri - scelti tra persone di comprovata imparzialità, indipendenza, professionalità e onorabilità - iscritti in un apposito elenco. Inoltre, con scelta che risponde a criteri di efficienza, è prevista la possibilità per tale Camera di avvalersi degli organismi di conciliazione iscritti nel registro di cui all'art. 38, 2o comma, del d. lgs. n. 5/2003, che opereranno in tale ipotesi applicando le regole di procedura della Camera". PELLEGRINI, *op. cit.*, 870.

²¹ Puntuale ricostruzione delle diverse tappe del percorso evolutivo è compiuta da MAIMERI, *Commento*, cit., 1137 ss. Costituito l'ABF, il Conciliatore bancario ha comunicato ai propri associati di voler cessare le funzioni svolte dall'Ombudsman.

²² Analoghi dubbi sull'eccesso di delega sono prospettati da BERGAMINI, *op. cit.*, 451 s. Di "lontano parente della (pur vasta) famiglia delle ADR" parlano CONSOLO, STELLA, *op. cit.*, 122.

Per la qualificabilità della procedura tra le ADR di tipo aggiudicativo non riconducibili all'arbitrato v. CAPOBIANCO, *op. cit.*, 7. Delle utilità sul piano

- dato che manca l'attribuzione *de jure* di un qualsiasi ruolo compositivo o decisorio del nuovo organismo²³ - collocandosi in uno spazio intermedio fra le diverse esperienze di attribuzione di funzioni relative alle ADR ad autorità di vigilanza che si sono diffuse in svariati ordinamenti²⁴.

Esclusa l'internalizzazione spinta alla spagnola, che evoca il sistema dell'Ufficio reclami dell'ISVAP, e la costruzione di filtri alla francese, che si approssima al modello seguito per la Consob²⁵, la soluzione configurata dalla delibera CICR presenta un'architettura assolutamente peculiare, funzionale all'obiettivo, faticosamente perseguito con successive modifiche apportate soprattutto alla disciplina della trasparenza²⁶, di improntare a sostanziale correttezza i rap-

rimediale discendenti dalla riconduzione "entro la figura dell'arbitraggio di cui all'art. 1349 c.c." discute, M. DESARIO, *op. cit.*, 495, qualificazione esclusa da CONSOLO, STELLA, *op. cit.*, 123.

²³ Anzi, come diffusamente si sottolinea, rispetto al modello di autodisciplina privata, viene meno anche l'espressa declaratoria di obbligatorietà della decisione per l'intermediario soccombente, ma il dato non è dirimente: anche in quel modello la natura giuridica dell'organo era ed è controversa, non le finalità d'immagine e deflattiva del contenzioso minore perseguite con la sua azione. Cfr. BERGAMINI, *op. cit.*, 437 s. Del resto, non va dimenticato che l'iniziativa di autorganizzazione era pressochè necessitata: "nei rapporti banca - cliente, ricorrentemente caratterizzati da una significativa conflittualità, pochi erano i paesi comunitari sforniti di momenti tipici di tutela del contraente debole ispirati al modello di c.d. ADR (*Alternative Dispute Resolution*): al momento in cui l'ABI varava l'iniziativa dell'Ombudsman, l'Italia si accompagnava solo alla Grecia e al Portogallo". ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, 4° ed., Milano, 2009, 340.

²⁴ Che possono presumersi accuratamente studiati in Banca d'Italia nel periodo intercorrente fra la presentazione di un primo documento di consultazione sulle disposizioni di competenza della Banca d'Italia, comparso ad agosto 2007, ed il successivo e definitivo testo, del marzo 2009. Cfr., infatti, il dettagliato studio *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, a cura di Boccuzzi, con contributi di Boccuzzi, Guida, Placanica, Sciotti, Valsecchi, comparso nei *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale*, n. 68/2010.

²⁵ Per l'analisi dei diversi ordinamenti v. la pubblicazione citata alla nota precedente.

²⁶ Sia attraverso le successive modifiche alla relativa disciplina secondaria, accompagnate ad una sempre più attenta attività ispettiva, sia attraverso la modifica all'art. 127 tub apportata dal d. lgs. n. 141/2010, che integra il quadro delle finalità di vigilanza con l'espressa menzione di finalità di tutela della clientela – relativa «alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti» – che diviene finalità equiordinata rispetto a quelle elencate all'art. 5 tub, ed in tal modo "omogeneizza la definizione del ruolo della vigilanza, rispetto alla tutela del cliente, a quanto previ-

porti fra banche e clienti.

Infatti, se “in una visione tradizionale, i rapporti fra le banche e singoli clienti sono estranei all’attività di vigilanza...la tendenza ancora più recente considera il corretto e puntuale rispetto delle regole non solo di trasparenza, ma anche di correttezza...un contributo importante alla stabilità dell’intermediario ed alla sana e prudente gestione”²⁷.

I pilastri della costruzione sono costituiti dall’adesione degli intermediari al sistema, che diviene obbligatoria²⁸, e dalla poliedrica funzione delle decisioni dell’ABF che – autorevoli, svolte secondo diritto, argomentate, espressamente abilitate a “contenere indicazioni volte a favorire le relazioni tra intermediari e clienti” (art. 6, 5° co. delib CICR) – hanno al contempo un’incidenza sul singolo caso ed una valenza di sistema. Con riguardo al primo aspetto, l’osservanza in fatto prestata dagli intermediari già alle decisioni dell’Ombudsman è rafforzata dall’integrazione della sanzione reputazionale²⁹ in una sorta di sistema di allerta per la vigilanza³⁰.

sto nelle altre aree di disciplina del mercato finanziario”. ANTONUCCI, *Credito al consumo e zone limitrofe. Una scheda di lettura del d. legis. n. 141 del 2010*, in *NGCC*, 6/2011, 298.

²⁷ PERASSI, *op. cit.*, 149.

²⁸ MAIMERI, *Commento*, cit., 1143, sottolinea: “Un percorso in fondo analogo a quello che ha legato le banche con il Fondo Tutela dei Depositi e dunque un ulteriore obbligo in più per le banche tutte e, in particolare, per quelle di nuova costituzione: aderire a un Fondo Tutela e aderire all’Arbitro Bancario Finanziario”. E l’analogia tocca tanto l’obbligatorietà dell’adesione, quanto la sostanziale unicità del sistema, benchè formalmente l’obbligo faccia riferimento ad una pluralità di sistemi (art. 96, 1° co. tub, art. 2, 1° co. delib. CICR 275/2008). L’innesto in un sistema robustamente riferito alle potestà di vigilanza, del resto, connota sia la disciplina dei sistemi di garanzia dei depositi (ANTONUCCI, *Commento all’art. 96 ter*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, 2° ed., Padova, 2001, t. II, 767 ss.) che quella dell’ABF.

²⁹ Che, nel sistema ABF, è applicata dalla Segreteria tecnica, la cui attività “è svolta dalla Banca d’Italia” (art. 2, 3° co. delib. CICR), alla quale spetta il riscontro dell’esatto adempimento dell’intermediario alle indicazioni del Collegio. Non attività valutativa, ma di mero accertamento, tant’è che “nei casi dubbi, la segreteria tecnica sottopone la questione al collegio” (disp. Banca d’Italia, sez. VI, par. 5).

³⁰ La sez. IV, par. 4 disp. Banca d’Italia prevede che gli esiti dei ricorsi sono valutati

Il sistema è stringente per gli intermediari, tant'è che molta attenzione è oggi rivolta all'individuazione dei rimedi che essi possono frapporre all'incedere della procedura³¹. Per il cliente *retail*³², invece, è una possibilità non onerosa che può in fatto³³ conseguire un risultato utile e che si affianca alle diverse opzioni fruibili nel quadro della disciplina della media-conciliazione. Va peraltro sottolineato che, nella prospettiva della tutela del diritto di difesa del cliente, resta fondamentale salvaguardare la sua libertà di scelta dell'organismo di conciliazione, anche generalista, cui rivolgersi³⁴.

Con riguardo al secondo aspetto, l'integrazione dell'attività svolta dall'Organismo nel sistema di vigilanza consente a tale funzione di "intervenire per agevolare il sorgere ed il permanere di rapporti contrattuali di lunga durata, distesi e non conflittuali, ristabilendo un rapporto fiduciario su basi nuove ed aggiornate"³⁵. Le de-

dall'Istituto "per i profili di rilievo che essi possono avere per l'attività di vigilanza".

³¹ Da ultimo DESARIO, *op. loc. cit.*.

³² Questa, in coerenza con la finalità di creazione dell'Organismo di cui si va discorrendo, pare la fascia di clientela selezionata dall'art. 2, 4° co. delib. CICR ("Possono essere sottoposte alla cognizione dell'organo decidente le controversie che vertono sull'accertamento di diritti, obblighi, facoltà, purché l'eventuale somma oggetto di contestazione tra le parti non sia superiore a 100.000 euro"). Va peraltro notato che le "Disposizioni applicative emanate dalla Banca d'Italia (Sez. I, par. 4)...lasciano aperta la strada a domande di (semplice) accertamento di diritti, obblighi o facoltà, per le quali non sono previsti particolari limiti di importo. Peraltro, questa sorta di competenza per valore va intesa come una specificità del procedimento dinanzi all'ABF, la cui disciplina tiene conto verosimilmente delle caratteristiche proprie della tipologia di vertenze di cui è destinatario". DE CAROLIS, *op. cit.*, 25. Diversa, invece, la portata delle limitazioni di competenza – rilevanti specie se confrontate con gli organismi di conciliazione a carattere generalista – disegnate per la Camera di conciliazione della Consob che discriminerebbe per materia all'interno delle controversie legate ad un contratto finanziario. Sul tema, da ultimo, M. RESCIGNO, *La conciliazione e l'arbitrato in materia finanziaria amministrati dalla Consob fra regole procedurali e diritto sostanziale*, in AGE, 1/2011, 86 s.

³³ La decisione "non può svolgere efficacia di *res iudicata*..nè rappresentare un principio di prova" (BERGAMINI, *op. cit.*, 462), ma è spendibile in un eventuale successivo giudizio se non come "allegazione difensiva liberamente valutabile dal giudice" (AULETTA, *op. cit.*, 90).

³⁴ Che sembra invece rischiare di andare incontro a restrizioni convenzionali. Cfr. ANTONUCCI, *The Mandatory ADR in the Financial Services*, di prossima pubblicazione su questa Rivista, par. 5.

³⁵ PERASSI, *op. cit.*, 149.

terminazioni dell'ABF, oltre a ricadere sulla singola fattispecie nei modi che si sono illustrati, si integrano a fornire "delle linee guida, a chiarimento della normativa vigente... è in questa prospettiva che va intesa, una volta imposto agli intermediari...di dotarsi di strutture organizzative adeguate per la gestione dei reclami, la prescrizione secondo cui, ai fini di un loro corretto esame, essenziale debba considerarsi l'aggiornamento degli organi preposti a tale funzione „in merito agli orientamenti seguiti dall'organo decidente, attraverso la consultazione dell'archivio elettronico delle decisioni dei collegi pubblicato su internet“, dovendo la valutazione dei reclami avvenire „anche alla luce dei predetti orientamenti“³⁶.

La descritta architettura "rende peculiare il ricorso all'A.B.F. in quanto le specifiche modalità di tutela degli operatori finanziari (dal medesimo introdotte) danno luogo ad una *commistione* nel perseguimento di finalità di giustizia e di obiettivi di natura diversa (connessi all'esercizio della supervisione sul settore finanziario)"³⁷, realizzando una "*funzionalizzazione* della attività svolta dal medesimo [ABF] a scopi *altri e diversi* da quelli direttamente collegabili alle finalità di giustizia"³⁸.

Si configura, cioè, un sistema in cui un organismo indipendente e tecnicamente qualificato – caratteristiche essenziali per avvalorare la sua funzione di qualificato concorso ad attività conformativa di vigilanza³⁹ - è reso autore di una "dichiarazione di giudizio...successiva ad accertamenti tecnici complessi...[che] sostanzia

³⁶ QUADRI, *op. cit.*, 317.

³⁷ CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 270.

³⁸ CAPRIGLIONE, *op. cit.*, 272.

³⁹ L'integrazione funzionale che si va descrivendo non comporta alcuna situazione di "soggezione" o "dipendenza". Risultano, pertanto, non condivisibili le argomentazioni svolte da GUIZZI, in accesa polemica il citato scritto di CAPRIGLIONE, che vi ha puntualmente replicato dalle colonne di altra rivista: *Cicero pro domo sua*, in *Mondo bancario*, 1/2011, 3 ss.

la determinazione conformativa di un procedimento amministrativo di vigilanza⁴⁰.

Ad asseverare la neutrale fondatezza della decisione dell'ABF, la normativa secondaria espressamente richiede che essa sia assunta secondo diritto⁴¹, il che conferisce obiettivo rilievo al problema dell'eventuale dubbio di legittimità costituzionale di previsione normativa che debba nella specie trovare applicazione, rilievo accresciuto dalla "funzione in senso lato „nomofilattica“⁴² che l'Organismo svolge.

Il problema si sposta allora, alla luce della ricostruzione del ruolo dell'ABF fin qui proposto, sul diverso piano della possibilità di riconoscere un potere di rimessione alle Autorità indipendenti in relazione allo svolgimento di attività paragiurisdizionali⁴³, configurando una più ampia accezione di autorità giurisdizionale ai limitati fini dell'accesso in via incidentale allo scrutinio della Corte co-

⁴⁰ AULETTA, *op. cit.*, 88.

⁴¹ Dispone l'art. 6, 5° co. delib CICR: "essa è assunta sulla base...delle previsioni di legge e regolamentari in materia, nonché dei codici di condotta cui l'intermediario aderisca"

⁴² Così la citata ordinanza di rimessione dell'ABF-Napoli, che prosegue: "se l'ABF ha la funzione di orientare il comportamento degli intermediari, *fornendo la corretta interpretazione delle norme cui essi debbono attenersi nei rapporti con i clienti*, ne discende che risulta viepiù necessario riconoscere all'ABF, *nella sua veste di organo decidente le controversie e dunque allorché esso individua il significato giuridicamente corretto delle norme che gli intermediari dovranno poi osservare*, il potere di sollevare l'incidente di costituzionalità. Altrimenti il rischio è che l'indubbio favor legislativo (anche in un'ottica di deflazione del contenzioso giurisdizionale) verso il sistema alternativo di soluzione delle controversie che possono nascere nell'ambito dei rapporti bancari tra banche e clienti finisca altresì anche per favorire – ove si impedisca all'ABF di prospettare il dubbio di costituzionalità e lo si costringa a dare applicazione anche a norme che ritiene illegittime – la reiterazione di comportamenti degli intermediari allineati ad una interpretazione non costituzionalmente conforme delle norme di legge, e così per allentare il vincolo dei principi costituzionali (se non a realizzare una vera e propria "fuga dalla Costituzione") in un settore, quello appunto bancario, pure di particolare ed indiscutibile rilevanza".

⁴³ Affronta il problema con riferimento alle "attività „paragiustiziali“, caratterizzate, ad esempio, dalla procedura tipicamente contenziosa, in contraddittorio tra le parti, e con un contenuto più fortemente decisorio" And. PATRONI GRIFFI, *Accesso incidentale alla Corte Costituzionale e tutela dei diritti: note minime anche a proposito delle Authorities*, in www.giustiziaamministrativa.it

stituzionale.

Ciò potrebbe ipotizzarsi, secondo autorevole opinione, già allo stato della legge e della giurisprudenza costituzionale, svolgendo il seguente percorso logico-giuridico: “un’ autorità indipendente, che in realtà non è amministrativa perché non fa ponderazione di interessi pubblici, ma applica il sillogismo tipico del ragionamento giudiziario e lo applica con procedure che sempre più stanno diventando contenziose, non è molto diversa da quella Corte dei Conti a cui, in sede di registrazione di decreti e di parificazione del rendiconto consuntivo dello Stato, fu consentito e ammesso di sollevare come giudice *a quo* questioni di costituzionalità davanti alla Corte”⁴⁴.

Antonella Antonucci

Ordinario di diritto dell’economia
nell’Università di Bari

⁴⁴AMATO, *Conclusioni*, in *La tutela della concorrenza: regole, istituzioni e rapporti internazionali*, collana *Temi e problemi* dell’Antitrust, Roma, 1996, al sito www.agcm.it.

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. I, 14 FEBBRAIO 2011, N.3574

Pres. C. Carnevale – Red. M. Dogliotti

Conto corrente (contratto di) - Clausola contrattuale che abilita il correntista ad impartire ordini verbali o telefonici - Forma scritta - Necessità ex art. 117 d.lg. n. 385 del 1993 - Esclusione - Fondamento.

In tema di forme dei contratti bancari, l'art. 117 d.lg. 1° settembre 1993 n. 385, il quale impone la forma scritta per la conclusione del contratto di conto corrente, non si estende alle disposizioni di volta in volta impartite dal correntista, non comportanti modificazioni delle stipulazioni già intervenute tra le parti, le quali, pertanto, non richiedendo forme particolari, sono lasciate alla libera determinazione dei contraenti; ne deriva che la clausola del contratto di conto corrente, in cui si prevede la possibilità per il correntista di impartire ordini verbali e telefonici alla banca, non contrasta con la norma ricordata, costituendone invece una specificazione.

(Artt. 50 - 117 t.u.b.; art. 2730 c.c.)

FATTO

Con citazione notificata in data 18.1.99, l'Arch. F. A. conveniva in giudizio la Deutsche Bank s.p.a. per sentirla condannare alla restituzione dell'importo di Euro 139.109,70 (nonchè al risarcimento dei danni), somma che la Banca d'America e d'Italia, cui la convenu-

ta è succeduta, aveva illegittimamente trasferito, con varie operazioni, da due suoi personali conti correnti ad un altro, intestato alla Soc. Gandolfi Zanara s.r.l. di cui l'attore era socio.

Costituitosi il contraddittorio, la banca chiedeva il rigetto della domanda.

Il Tribunale di Milano, con sentenza in data 2/7-8/11/2001, rigettava la domanda.

Proponeva appello avverso tale sentenza il F., con atto notificato in data 12.12.2002.

Costituitosi il contraddittorio la banca appellata chiedeva il rigetto dell'appello.

La Corte d'Appello di Milano, con sentenza 25/2-19/3/2004, rigettava l'appello.

Propone ricorso per cassazione, non articolato in motivi, il F..

Resiste, con controricorso, la Deutsche Bank. Il F. ha depositato memoria per l'udienza.

DIRITTO

Pur non essendovi articolazione di motivi nel ricorso proposto, è agevole distinguere i relativi profili di censura.

Lamenta il ricorrente violazione dell'art. 2697 c.c., sostenendo che, nella specie, doveva operare il generale principio dell'onere della prova; a lui competeva provare il titolo costitutivo e alla banca le cause di estinzione o modificazione. Non era comunque possibile per lui fornire la prova di un fatto negativo e che cioè non erano stati impartiti ordini alla banca di trasferimento di denaro.

Lamenta altresì il ricorrente violazione dell'art. 1325 c.c. e D.Lgs. n. 585 del 1993, art. 117, circa l'affermazione del giudice a quo di validità degli ordini orali di trasferimento.

Quanto all'art. 17 del contratto di conto corrente, ove si prevedeva la possibilità di impartire ordini telefonici o verbali, questo sarebbe contrario - secondo il ricorrente - al D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 117, e dunque sensi degli artt. 1418 e 1419 c.c. e comunque inefficace ai sensi dell'art. 1469 quinquies c.c..

I motivi, così come individuati nella trattazione unitaria del ricorso, vanno rigettati, in quanto infondati.

Quanto all'onere della prova, va precisato che il principio generale di cui all'art. 2697 c.c. (all'attore la prova del titolo costitutivo; al convenuto quella delle cause di estinzione o modificazione) non tiene conto del disposto dell'art. 1832 c.c., per cui, in mancanza di contestazione scritta, l'estratto conto si intende approvato, nel termine pattuito o in quello usuale o nel termine che può ritenersi congruo, secondo le circostanze (nella specie, quaranta/sessanta giorni). Come ha chiarito il giudice a quo, incombeva al F. provare di non aver ricevuto gli estratti conto o di aver sollevato tempestive e specifiche contestazioni.

Per giurisprudenza consolidata (tra le altre, Cass. n. 6736 del 1995 n. 12169 del 2000) l'approvazione del conto, non estendendosi alla validità ed efficacia dei rapporti obbligatori sottostanti, ha la funzione di certificare la verità storica dei dati riportati nel conto, ivi compresa l'esistenza degli ordini e delle disposizioni del correntista, menzionate nel conto stesso, come causali di determinate annotazioni di debito: si presumono quindi gli estratti conti, non contestati, conformi alle disposizioni impartite dal correntista.

Gravava dunque sull'odierno ricorrente, secondo il giudice di merito, provare l'esistenza di fatti, non necessariamente negativi, come egli afferma, ma pure positivi, comunque diversi e contrari rispetto al contenuto delle annotazioni degli estratti conto.

Pure l'affermazione circa l'invalidità degli ordini orali delle operazioni bancarie, che dovrebbero rivestire la forma scritta, è infondata.

La legge bancaria (D.Lgs. n. 385 del 1993, art. 117) impone la forma scritta solo per la conclusione dei contratti di conto corrente; al contrario, le disposizioni conferite di volta in volta, non comportanti modificazione alcuna delle stipulazioni già intervenute tra le parti, non richiedono forme particolari lasciate alla libera determinazione dei contraenti.

Il giudice a quo si riferisce all'art. 17 del contratto di conto corrente tra le parti, ove si prevede la possibilità per il correntista di impartire ordini telefonici e verbali alla banca. E' evidente che tale clausola non contrasta con il predetto art. 117, ma anzi ne costituisce una conferma ed una specificazione.

Quanto all'inefficacia della predetta clausola, ai sensi dell'art. 1469 quinquies c.c., - il F. stesso, nel ricorso, dichiara di aver intrattenuto rapporti di conto corrente con la banca tra il 1994 e il 1996, e che le operazioni ritenute illegittime sono state effettuate fino all'ottobre del 1995, mentre la norma invocata, riguardante i contratti del consumatore, è entrata, in vigore nel febbraio 1996. Dunque anche tale argomentazione appare infondata.

Conclusivamente il ricorso va rigettato.

Le spese seguono la soccombenza.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso e condanna il ricorrente al pagamento delle spese del presente giudizio di legittimità, che liquida in Euro 5.400 comprensivi di Euro 200 per esborsi, oltre spese generali ed accessori di legge.

Così deciso in Roma, il 24 novembre 2010.

Depositato in Cancelleria il 14 febbraio 2011

IL DISPOSTO DELL'ART. 117 T.U.B. E GLI OBBLIGHI DI ESECUZIONE DEL CONTRATTO DI CONTO CORRENTE *

1. Dopo il rigetto della domanda sia in primo grado che in appello, la parte ricorrente chiedeva alla Suprema Corte la condanna della Banca convenuta alla restituzione di una somma di denaro pari a quella che l'Istituto aveva trasferito da un conto (dell'attore) ad un altro, senza formale e specifico ordine. Più precisamente, essa lamentava di non aver fornito alla Banca alcuna autorizzazione (né scritta né, tantomeno, orale) in tal senso; da qui l'ulteriore considerazione che ad essa competesse, ai sensi del principio dell'onere della prova di cui all'art. 2697 c.c., soltanto dimostrare il titolo costitutivo del rapporto (non potendo gravare su di essa, inoltre, l'onere di provare un fatto negativo e cioè che <<non erano stati impartiti ordini alla Banca di trasferimento di danaro>>), mentre la Banca avrebbe dovuto documentare le, eventuali, cause di modificazione o estinzione del medesimo. In via subordinata, la parte ricorrente evidenziava che la clausola contrattuale in base alla quale il correntista poteva impartire alla banca ordini telefonici o verbali, violava le norme di cui agli artt. 1325 n.4 c.c. e 117, I co, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (d.lgs. 385/1993, d'ora innanzi chiamato T.u.b.).

La Corte di Cassazione ha rigettato il ricorso per infondatezza dei motivi addotti. In primo luogo, essa ha precisato che dalla norma *ex art. 1832, I co., c.c.* (secondo cui l'estratto conto s'intende appro-

* Contributo approvato dai revisori.

vato “se non è contestato nel termine pattuito o in quello usuale, o altrimenti nel termine che può ritenersi congruo secondo le circostanze”) deriva l’incombenza sul ricorrente di provare il mancato ricevimento degli estratti conto o l’avvenuta sollecita contestazione di questo; e ciò a prescindere dal principio generale prescritto dalla norma di cui all’art. 2697 c.c.

La Suprema Corte, in secondo luogo, ha asserito la validità degli ordini impartiti oralmente alla Banca (e, dunque, della relativa clausola inserita nel contratto di conto corrente che conceda detta facoltà al correntista) se gli stessi, come nel caso si specie, non comportino modifica delle stipulazioni intercorse tra le parti. Ne deriva, a mente dell’organo giudicante, che la norma di cui all’art. 117, I co., T.u.b. <<impone la forma scritta solo per la conclusione del contratto di conto corrente>>, sicché, la clausola contrattuale che consente al correntista di impartire ordini telefonici o verbali alla Banca <<non contrasta con il predetto art. 117, ma anzi ne costituisce una conferma ed una specificazione>>.

2. Con la sentenza in commento la Suprema Corte si sofferma su due profili di sicuro interesse: il primo riguarda la forma che debbano rivestire gli ordini impartiti dal correntista alla banca, mentre il secondo concerne le conseguenze (anche sotto il profilo probatorio) che derivano dalla mancata contestazione (o mancata approvazione) da parte del correntista, nei termini di legge, di operazioni contenute nell’estratto conto bancario.

Per meglio cogliere le problematiche sottese alla sentenza in epigrafe, appare opportuno effettuare, sia pure brevemente, un’analisi della norma di cui all’art. 117, I co., T.u.b. secondo cui,

come è noto, “i contratti sono redatti per iscritto e un esemplare è consegnato ai clienti”.

Il menzionato articolo, come è noto, è rubricato “Contratti”, il che consente di ricomprendere in questa categoria non solo i tipici contratti bancari disciplinati dagli artt. 1834-1860 c.c., ma anche quelli che abbiano come parte contraente una banca o un intermediario finanziario, siano essi tipici (in quanto trovino la propria disciplina *aliunde* in altri testi normativi) o atipici¹; restano esclusi da tale classificazione solo i contratti disciplinati dal d.lgs. 58/98 stipulati nell’ambito dell’attività d’investimento. A tal proposito è utile ricordare le posizioni della dottrina circa i criteri di inquadramento dei contratti bancari.

Sul punto, se da una parte, si rinvia chi² (sulla base di un criterio soggettivo) li definisce come quei contratti nei quali vi sia la presenza di una banca nell’esercizio dell’attività d’impresa, dall’altra, altri³ (sulla base di un criterio oggettivo) ne esaltano il profilo funzionale in ragione del rapporto sussistente tra raccolta del risparmio ed erogazione del credito.

Al riguardo, va tenuta in debita considerazione l’evoluzione dell’attività bancaria e, dunque, l’identificazione dei suoi nuovi confini che, rispetto al passato, risultano essere meno marcati (atteso che la stessa ha gradualmente compreso anche il settore dei servizi di investimento). Da qui la necessità di aver <<riguardo alle concrete manifestazioni dell’attività bancaria tipica sul piano negoziale>>.

¹ Cfr., in tal senso, A.M. CARRIERO, *Commento sub art. 117*, in *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, tomo II, Padova, 2001, p. 902 ss.

² Cfr. in tal senso, per tutti, G. MOLLE, *Manuale di diritto bancario*, Milano, 1987, p.11, il quale sostiene che sono bancari i negozi giuridici <<nei quali la presenza della banca è determinante per la qualificazione del negozio>>.

³ Cfr. in tal senso, per tutti F. MESSINEO, *Caratteri giuridici comuni, concetto e classificazione dei contratti bancari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1960, p. 323.

sottolineata dalla dottrina⁴, e di accogliere con favore la scelta normativa del legislatore di dedicare un'apposita disciplina⁵ ai contratti aventi ad oggetto servizi d'investimento.

Peraltro, va sottolineato, che qualunque sia la tesi cui si intenda aderire, è fuor di dubbio che il «conto corrente» rientra tra i contratti bancari *ex art.* 117 T.u.b.; ne consegue, dunque, l'esigenza che esso rivesta la forma scritta⁶.

Si è in presenza, pertanto, di una disposizione normativa che si pone in linea con la tendenza a riconoscere sempre più ampi margini di sviluppo al fenomeno identificato, con formula breviloquente ma efficace, col termine <<neoformalismo>>⁷. Sul punto, tuttavia, rimangono pur sempre attuali le critiche mosse da autorevole dottrina che, a fronte della <<rinascita del formalismo nell'età dell'informatica e dell'assiduo moltiplicarsi di servizi che possono chiedersi e rendersi senza la fisica presenza del cliente e della ban-

⁴ P. GAGGERO, *La modificazione unilaterale dei contratti bancari*, Padova, 1996, p. 56.

⁵ Ci si riferisce alla normativa *ex art.* 23 d.lgs. 58/98. Per una specifica analisi dei contratti di cui al citato articolo, vedi G. ALPA, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. ALPA e F. CAPRIGLIONE, I, Padova, 1998, p. 256 ss.

⁶ La graduale accresciuta sensibilità del legislatore italiano nei confronti del contraente "debole", che oggi si è tradotta in una generale regola di trasparenza, è stata indotta dalla sempre più forte esigenza di concorrenza e competitività del mercato italiano nel contesto europeo. Lo strumento offerto dal legislatore del '42, con l'introduzione degli artt. 1341 e 1342 disciplinanti rispettivamente le condizioni generali di contratto ed il contratto concluso mediante moduli o formulari, si era, infatti, manifestato inadeguato per un'efficace tutela del contraente "debole" in ambito bancario. L'obiettivo perseguito dal legislatore, nel formulare in termini generici la norma in esame, è stato quello di fornire una maggiore garanzia di trasparenza nella contrattazione bancaria; in particolare, si è dettata una disciplina generale applicabile a qualsiasi tipologia di contratto ricadente nel novero di quelli bancari. La prescrizione normativa di cui all'art. 117, I co., T.u.b., infatti, è funzionale ad un'idea di trasparenza congeniale al campo del mercato bancario, dove essa è più propriamente intesa <<come conoscibilità da parte del consumatore dei termini dell'operazione, ossia delle condizioni contrattuali praticate>>: se le pattuizioni intercorse con la banca rivestono forma scritta, esse saranno conoscibili in modo certo ed in equivoco

⁷ Cfr. R. LERNER, *Forma contrattuale e tutela del contraente «non qualificato» nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 6 ss.

ca>>, si è mostrata decisamente scettica; ciò in quanto <<l'esperienza storica>> conferma come <<la speditezza ed il costo di operazioni>> siano appesantite <<da ogni deviazione dalla libertà delle forme>>⁸. Va precisato, inoltre, che, per parte della dottrina, il prospettato formalismo non rappresenta un obbligo innovativo atteso che nelle relazioni contrattuali banca-cliente la forma scritta costituisce, piuttosto, la regola⁹. Significativa, al riguardo, è però la considerazione secondo cui, rispetto al passato, il moderno formalismo negoziale si presenta come un'utile <<tecnica di tutela di ceti o classi di operatori giuridici ritenuti deboli>> piuttosto che <<preordinato a tutelare la "debolezza" individuale>>¹⁰.

La conferma del ruolo assunto dalla "forma scritta" in ambito bancario quale strumento attraverso cui assicurare maggiore tutela a controparti "deboli"¹¹, trova poi conferma nel terzo comma dell'articolo in esame, nel quale si commina la sanzione della nulli-

⁸ P. RESCIGNO, *Trasparenza bancaria e diritto comune dei contratti*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1990, p. 305.

⁹ Cfr. in tal senso G. PONZANELLI, *Trasparenza bancaria: si comincia dai giorni valuta?*, nota a sentenza della Corte d'Appello di Napoli 15 luglio 1988, in *Foro italiano*, 1989, I, p. 1593 s.

¹⁰ R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei contratti su valori mobiliari. (Prime note sul "neoformalismo" negoziale)*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1990, p. 780 s., per il quale <<una valenza particolare nei contratti di massa, perché il mercato non vuole emozionalità, ma solo l'esistenza di forme contrattuali fisse e standardizzate, può valere a dare sicurezza al ceto commerciale. L'impostazione classica appare così capovolta: dall'affermazione che le forme contrattuali possono essere di ostacolo alla rapidità del commercio, si passa alla constatazione che - in un mercato di massa, caratterizzato dalla molteplicità degli scambi - le forme, attribuendo incontestabilità e univocità ai rapporti contrattuali, sono divenute invece strumento necessario per la circolazione della ricchezza>>. Per un rapido *excursus* in ordine al problema della forma dei contratti bancari, con riguardo alle ipotesi nelle quali il legislatore ha previsto un regime di deroga alla regola generale, cfr., F. DARDES, *Il principio della forma scritta nella stipulazione dei contratti bancari e le ipotesi di deroga*, in *I contratti*, 6, 2006, p. 560 ss.

¹¹ Cfr., da ultimo, G. COLACINO, *Le forme negoziali nel nuovo diritto dei contratti: le c.d. forme di protezione*, in *Studium iuris*, 3, 2010, p. 253 ss.

tà relativa (che può essere fatta valere soltanto dal cliente) del contratto carente di forma prescritta¹².

3. Una volta chiarito che i contratti bancari (e, quindi, quello di conto corrente) devono rivestire la forma scritta *ad substantiam*, occorre soffermarsi sulla validità della clausola sottoposta all'attenzione della Corte. Più precisamente, nel caso di specie, le parti avevano attribuito (nel contratto di conto corrente) al ricorrente il potere di impartire ordini verbali e telefonici alla banca.

V'è da chiedersi, pertanto, se l'attività posta in essere dal correntista nell'esercizio di tale facoltà sia meramente esecutiva del solo contratto di conto corrente o se, piuttosto, dia vita ad un nuovo negozio che si ponga col primo in un rapporto di collegamento. Al riguardo, dottrina e giurisprudenza, da tempi lontani¹³, rinvergono il collegamento negoziale in presenza di due o più negozi strutturalmente autonomi (dotati, pertanto, di propria forma, oggetto e causa ma senza necessaria identità di soggetti contraenti), purché funzionalmente collegati. Si è in presenza, dunque, di una pluralità di negozi distinti tra loro, ma legati da un nesso funzionale che li orienta verso un unico scopo finale.

¹² In senso contrario all'ammissibilità nel nostro ordinamento della nullità relativa si espresse F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 2002, p. 247; in senso favorevole, per tutti, G. MIRABELLI, *Dei contratti in generale*, in *Commentario del codice civile*, IV, tomo II, p. 485 ss. Si rinvia, altresì, ad A. SCARPA, *La nullità dei contratti bancari*, in *Giur. mer.*, 5S, 2005, p. 23 ss. che evidenzia come <<pur non potendosi disconoscere i vantaggi che la formalizzazione delle dichiarazioni negoziali garantisce in termini di certezza e di ponderatezza dei consensi contrattuali, ogni regola di forma va temperata perché i suoi costi non eccedano i programmati benefici>>.

¹³ Così, R. SCOGNAMIGLIO, voce *Collegamento negoziale*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, VII, 1960, p. 376-377; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, 2009, p. 800. Conformemente in giurisprudenza, *ex multis*, Cass. 25 maggio 1983, n. 3622, in *Giurisprudenza italiana*, 1984, I, 1, col. 1359; Cass. 13 febbraio 1992, n. 1751, in *Giurisprudenza italiana*, 1993, I, 1, col. 1076.

Significativa è la distinzione delle varie tipologie di collegamento in:

- 1) *necessario* (se esso è disciplinato dal legislatore) o *volontario* (se, invece, è stabilito dalle parti);
- 2) *unilaterale* (in presenza di un negozio subordinato ad un altro) o *bilaterale* (se, invece, esiste tra i negozi un'interdipendenza reciproca tale per cui le vicende dell'uno si riverberano sull'altro e viceversa);
- 3) *genetico* (se un negozio incide sulla formazione dell'altro) o *funzionale* (se un negozio influenza i rapporti nascenti dall'altro).

Nel caso di specie, qualora dovesse ravvisarsi un distinto negozio negli ordini impartiti dal correntista alla banca, di certo esso dovrebbe annoverarsi nei *contratti bancari* per i quali ai sensi della norma di cui all'art. 117 t.u.b., è richiesta la forma scritta. Con ogni probabilità, rispetto al contratto di conto corrente esso si porrebbe in un rapporto di collegamento di tipo *volontario, unilaterale e genetico*.

A ben considerare, tuttavia, nella fattispecie in parola, il “presunto” negozio, a nostro avviso, difetterebbe di un autonomo profilo causale consistendo, piuttosto, in una mera modalità esecutiva dell'originario contratto di conto corrente. Ed invero, pur aderendo alla tesi della causa quale funzione economico-individuale che dà concreto risalto agli interessi delle parti negoziali (a dispetto, invece, della nozione tradizionale che la riconduce¹⁴ alla funzione eco-

¹⁴ La funzione economico-individuale della causa è stata accolta favorevolmente dalla giurisprudenza (*ex multis*, Cass. 19 ottobre 1998, n.10332, in *Guida al diritto*, 1998, p.78). Più in particolare, la Suprema Corte di Cassazione (Cass. 10490/2006), ha affermato che la causa rappresenta la «sintesi degli interessi reali che il contratto stesso è diretto a realizzare (al di là del modello, anche tipico, adoperato). Sintesi (e dunque ragione concreta) della dinamica contrattuale, si badi, e non anche della volontà delle parti. Causa, dunque, ancora iscritta nell'orbita della dimensione funzionale dell'atto, ma, questa volta, funzione individuale del singolo, specifico

nomico-sociale e quindi allo scopo obiettivamente perseguito col negozio posto in essere), nel caso di cui ci occupiamo non sussistono elementi che permettano di delineare una sfera causale autonoma rispetto al negozio quadro.

Più in particolare, il ricorrente (nell'impartire oralmente ordini) e la banca (nell'eseguirli) hanno posto in essere una condotta materiale meramente esecutiva di un unico contratto principale (di conto corrente)¹⁵. In altri termini, in origine, le parti hanno inteso dare vita ad un unico programma negoziale, con attribuzione di una peculiare facoltà al correntista. Pertanto, nel caso di specie, è dato rinvenire soltanto una modalità attuativa di un unico negozio (il conto corrente bancario) nella sua fase esecutiva (per cui deve escludersi che si sia in presenza di una fase genetica di formazione di un nuovo accordo tra le parti).

Ne deriva, in linea con quanto sostenuto dalla Corte, la validità degli ordini impartiti dal correntista alla banca in modalità diverse da quella scritta qualora le parti avessero espressamente pattuito, come è avvenuto nella fattispecie, una clausola di tal genere; ciò in

contratto posto in essere, a prescindere dal relativo stereotipo astratto, seguendo un iter evolutivo del concetto di funzione economico-sociale del negozio che, muovendo dalla cristallizzazione normativa dei vari tipi contrattuali, si volga al fine a cogliere l'uso che di ciascuno di essi hanno inteso compiere i contraenti adottando quella determinata, specifica (a suo modo unica) convenzione negoziale>>.Cfr., da ultimo, in ambito economico, G.B. FERRI, *Operazioni negoziali "complesse" e la causa come funzione economico individuale del negozio giuridico*, in *Dir. e giur.*, 3, 2008, p. 317 ss. A favore della tesi della causa quale funzione economico sociale, cfr., per tutti, F. SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, cit., p. 127 s. e p. 174. In giurisprudenza, conformemente Cass. 17 marzo 1978, n.1346, in *Giur. it.*, 1978, I, 1, col. 2171; Cass.11 agosto 1980, n. 4921, in *Mass. giust. civ.*, 1980, p. 2083; Cass.20 novembre 1992, n.12401, in *Foro it.*,1993,I, col. 1506.

¹⁵ In tal senso, il Tribunale di Firenze, sez. III, 30 aprile 2007 (con nota di M.C. FRATTAGLI, *Diligenza e responsabilità dell'istituto bancario in relazione alle operazioni di conto corrente*, in *Il foro toscano*, 2, 2007, p. 157 s.) che evidenzia come la banca, nell'esecuzione di un ordine di bonifico, sia tenuta ad attenersi ai principi di correttezza e buona fede *nell'esecuzione delle obbligazioni*. Cfr., altresì, M. NICOLAI, *Sull'adempimento delle obbligazioni della banca nel contratto di conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*,I, 2008, p. 241 ss.

quanto, come specificato, quest'ultima non si porrebbe in contrasto con la norma di cui all'art. 117, comma primo, t.u.b. rappresentandone, piuttosto, una sua <<conferma>> e <<specificazione>>.

4. A conferma di quanto appena affermato depongono gli orientamenti della Banca d'Italia di cui al titolo X, sezione III, delle istruzioni di vigilanza per le banche e le disposizioni riportate nel regolamento Consob adottato con delibera 1690 del 29 ottobre 2007 in materia di servizi di investimento.

Nelle istruzioni sopra citate, la Banca d'Italia, una volta ribadito la necessità della forma scritta per i contratti bancari, precisa che la stessa “non è obbligatoria: a) per le operazioni e servizi effettuati in esecuzione di previsioni contenute in contratti redatti per iscritto (...)”¹⁶; donde, la conferma della necessità della forma scritta soltanto per il contratto di conto corrente e non anche per i singoli ordini di esecuzione dello stesso (che potranno essere verbali o telefonici). Ciò in linea con il criterio che le operazioni effettuate dalla banca in adempimento del contratto costituiscono atti che traggono la propria causa dal negozio principale e, pertanto, risultano esentati dalla forma scritta.

Sul punto, va precisato che, anche le disposizioni di cui al Regolamento Intermediari Consob n. 1690 del 2007 offrono qualche spunto di riflessione. Si ha riguardo, specificamente, alla dispo-

¹⁶ Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia sono consultabili sul sito: http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/istrvig/istr_vig_9_9_12a.pdf. In particolare, esse chiariscono che l'esenzione della forma scritta <<si ha, ad esempio, per le operazioni regolate in conto corrente>>. Da tener presente che le nuove Istruzioni di Banca d'Italia in materia di trasparenza bancaria sono state pubblicate in data 29 luglio 2009, a seguito di un procedimento di consultazione pubblica iniziato nel marzo 2009, il testo regolamentare in vigore prima di tale intervento risaliva al 2003. Per un commento, si rinvia a A. MIRONE, *L'evoluzione della disciplina sulla trasparenza bancaria in tempo di crisi: istruzioni di vigilanza, credito al consumo, commissioni di massimo scoperto*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, p. 564 ss.

sizione di cui all'art. 57 in base alla quale: “gli intermediari registrano su nastro magnetico o su altro supporto equivalente gli ordini impartiti telefonicamente dai clienti, e mantengono evidenza degli ordini inoltrati elettronicamente dai clienti”.

Si è in presenza di una statuizione che attesta la rilevante diversità, voluta dal regolatore, tra i contratti d'investimento e i singoli ordini esecutivi delle operazioni poste in essere; per i primi, come è noto, è richiesta la forma scritta (art. 37, comma 1, regolamento intermediari), per i secondi, invece, le modalità attraverso le quali essi si estrinsecano vengano determinate convenzionalmente tra le parti (art. 37, comma 2, lett. c, regolamento intermediari)¹⁷. La ragione di tale distinzione è rinvenibile nella necessità di impedire <<una paralisi degli scambi>> e, quindi, di favorire <<le esigenze di celerità che contraddistinguono il mercato finanziario>>¹⁸. Al fine di salvaguardare detta finalità, è previsto, dunque, che gli ordini possano essere impartiti anche telefonicamente (ovvero in forma orale); in tal caso, tuttavia, come si è detto, la norma prescrive l'obbligo per gli intermediari di provvedere alla registrazione della conversazione su nastro magnetico o supporto duraturo.

Se ne deduce che nella materia in esame, il regolatore ha lasciato ampi margini di discrezionalità alle parti con lo scopo di evitare che possano essere compromesse le esigenze di velocità delle operazioni finanziarie; al contempo, nell'ottica di assicurare trasparenza e certezza alle dinamiche di mercato, è previsto che, qualora gli ordini siano impartiti dal cliente all'intermediario telefonicamente, quest'ultimo abbia l'obbligo di registrarli.

¹⁷ Cfr., sul punto, E. GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano, 2008, p. 39 s.

¹⁸ Così, F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 217.

Significativa, al riguardo, la considerazione che analoga previsione regolamentare non sia prevista anche in materia bancaria; ne consegue che, in ambito creditizio, le parti possano liberamente determinare (come nel caso di specie) la forma che debba rivestire la disposizione con cui il correntista impartisce ordini alla banca. Più precisamente, qualora esse convenissero la possibilità per il correntista di impartire ordini verbali e telefonici, nessuna prescrizione regolamentare impone la registrazione dei medesimi su alcun supporto.

Da qui il nostro convincimento che qualora in sede contrattuale le parti accordino al cliente la facoltà di impartire gli ordini secondo le predette modalità, esse debbano aver cura, in mancanza di una apposita disposizione regolamentare in tal senso, di prevedere idonei meccanismi di registrazione al fine di salvaguardare, anche in detto contesto, le esigenze di certezza e di trasparenza delle operazioni bancarie.

5. In ordine al secondo punto affrontato dal giudice *de quo* relativo alla mancata contestazione, nei termini di legge, dell'estratto conto da parte del ricorrente, appare opportuno, in via preliminare, soffermarsi sulla natura giuridica di quest'ultimo.

Come è noto, il precedente storico dell'estratto conto è rappresentato dal «saldaconto» previsto dalla norma di cui all'abrogato art. 102 della legge bancaria del 1936. In particolare, a determinati istituti di credito (Banca d'Italia, gli istituti di crediti di diritto pubblico e le Casse di Risparmio dotati di un considerevole patrimonio¹⁹) era concessa la facoltà di ottenere provvedimenti monitori (al

¹⁹ Detta facoltà era stata limitata a quegli istituti che, in virtù della loro importanza e serietà, offrirono una maggiore garanzia di corretta gestione contabile.

fine di una rapida riscossione dei crediti da essi vantati) sulla base di dati ivi riportati, atteso che la veridicità di quanto in esso indicato veniva attestato da un dirigente dell'istituto di credito.

Sul punto, va precisato che non era rinvenibile una definizione normativa di saldaconto, donde la necessità di desumere la relativa nozione dalla prassi bancaria. Si trattava, in particolare, di un registro in cui venivano annotate le voci di debito/credito della banca nei confronti del cliente²⁰.

Con la graduale evoluzione del sistema creditizio, a seguito di interventi normativi²¹ volti ad incidere sulla natura dei soggetti operanti nel sistema bancario (con la conseguente despecializzazione istituzionale dei medesimi) la norma di cui al citato art. 102 era divenuta desueta²². Ne è derivata la sua sostituzione con l'art. 50 del t.u.b.

Alla luce delle modifiche normative che hanno interessato l'istituto in parola, è possibile, pertanto, fornire una definizione di estratto conto quale documento contabile in cui sono annotate tutte le rimesse effettuate tra banca e cliente, i rispettivi interessi, il saldo attivo e passivo, sì da rendere conoscibile non solo il dato di saldo

²⁰ In tal senso, da ultimo, cfr. C. MICARELLI, *Note in tema di efficacia probatoria dell'estratto di saldaconto e dell'estratto conto*, nota a sentenza Corte d'Appello di Cagliari 9 novembre 2007, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2009, p. 175. Nell'era informatica dette annotazioni sono state sostituite dall'indicazione dell'elaborazione elettronica del solo dato finale risultante dalla compensazione delle relative voci contabili, con evidente vantaggio per la banca, esentata dall'indicare analiticamente le singole basi di calcolo, ed aggravio per il cliente, non sempre in grado di risalire alle stesse

²¹ Ci si riferisce, in particolare alla legge 30 luglio 1990 n. 218 (c.d. Legge Amato) e ai relativi decreti delegati del 26 ottobre nn. 356, 357, 358; al d.lgs. 14 dicembre 1992 n. 481 di attuazione della direttiva n. 89/646/CEE.

²² Non solo per l'inadeguatezza, nel moderno contesto informatico, di annotazioni in un registro, ma anche per la stretta limitazione dei soggetti che potevano accedere alla semplificata procedura monitoria. È lo stesso legislatore ad illustrare, infatti, quale *ratio* sottesa all'introduzione della nuova norma del T.u.b. quella di <<eliminare disparità concorrenziali>> tra gli istituti di credito (cfr. *Relazione governativa al testo unico del credito*).

finale, ma (analiticamente) anche il prospetto contabile che ad esso ha condotto²³.

Se con riguardo alla nozione di estratto di conto corrente si è in presenza di un'uniformità di vedute, più problematica appare, invece, la sua natura giuridica²⁴.

Ed invero, a parere di alcuni autori, l'estratto conto emesso dalla banca e la sua approvazione da parte del cliente, rappresentano due dichiarazioni unilaterali e recettizie autonome, prive di contenuto negoziale, aventi carattere confessorio (ai sensi dell'art. 2730 c.c.). In altri termini, esse consistono nell'ammissione di fatti sfavorevoli al confitente riportati nel conto. Più precisamente, chi emette l'estratto (così come chi lo approva) intende semplicemente riconoscere la sussistenza di determinati fatti dai quali derivano obbligazioni a suo carico.

Va osservato che, stante la inserzione nell'estratto conto bancario di voci sia di credito che di debito per l'una e l'altra parte, «la

²³ Cfr. in tal senso Cass. 12 aprile 1980, n.2336, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1981, p. 129. La suprema Corte osserva che, nonostante il riferimento della norma *ex art.* 1832 all'estratto conto <<relativo alla liquidazione di chiusura>>, esso <<non è solo quello che esprime la situazione finale del rapporto, al momento in cui esso ha termine, ma anche quello che rappresenta il risultato di tutte le operazioni verificatesi fino ad una certa data, e la contabilizzazione delle medesime con l'indicazione di un saldo attivo e passivo, comprensivo di ogni ragione di dare e avere, e, quindi, tale da costituire la prima parte della successiva fase del conto>>. Conformemente Cass., sez. un. 10 ottobre 1977 n. 4310, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1978, p. 390; Cass. 14 febbraio 1984, n. 1112, *Banca borsa tit. cred.*, II, 1985, p. 313; in dottrina, cfr. G. MOLLE, *I contratti bancari*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di A. CICU e F. MESSINEO, Milano, vol. XXXV, tomo 1, 1981, p. 553 s.. In termini analoghi si esprime anche il legislatore nella *Relazione governativa al Testo unico*, cit., allorché sostiene che l'estratto conto <<rappresenta il risultato di tutte le voci a credito e a debito ricadenti nell'arco di tempo considerato, ivi compresi i diritti di commissione, le spese, le ritenute fiscali e gli interesse attivi e passivi maturati, con l'indicazione di un saldo attivo o passivo che costituirà la prima posta della successiva fase del conto>>.

²⁴ Per un *excursus* in ordine all'efficacia probatoria dell'approvazione dell'estratto conto, cfr. M. CIMMINO, *Caratteristiche ed efficacia probatoria dell'estratto di conto corrente bancario*, in *Notariato*, 4, 2006, p. 417 ss. Cfr., da ultimo, P. D'AQUINO SERRAO, *Questioni attuali in materia di anatocismo bancario, commissione di massimo scoperto ed usura*, in *Giur. mer.*, 5, 2011, p. 1172 ss.

banca, nel rimettere l'estratto conto, e il correntista, nell'approvare il conto stesso, dichiarano la verità dei fatti a sé sfavorevoli (art. 2730 comma I), di quelli quindi concernenti le annotazioni a proprio debito, non anche di quelli concernenti le annotazioni a proprio credito».²⁵ Va da sé che essendo le parti vincolate dai contenuti (talora sfavorevoli) della propria dichiarazione (vuoi che questa si sostanzi nell'invio dell'estratto conto o invece nell'approvazione del medesimo) «il saldo del conto risulta alla fine approvato per effetto di due dichiarazioni unilaterali di natura confessoria»²⁶. Si è in presenza di manifestazioni di volontà non negoziali che (ai sensi dell'art. 2735, I comma, c.c.) possono valere come prova legale, oppure possono essere liberamente apprezzate dal giudice (art. 2735, II comma, c.c.).

È bene sottolineare che l'orientamento sopra indicato relativo alla natura confessoria della dichiarazione di approvazione del cliente nonché dell'estratto conto emesso dalla banca, è condiviso dalla giurisprudenza di Cassazione²⁷ ed è, puntualmente, ribadito nella sentenza in epigrafe ove, infatti, si precisa che «l'approvazione del conto, non estendendosi alla validità ed efficacia dei rapporti obbligatori sottostanti, ha la funzione di certificare la verità storica dei dati riportati nel conto»>>. Non va, peraltro, sottaciuta l'esistenza di un altro orientamento (minoritario²⁸), che inquadra dette dichiarazioni in atti di natura negoziale, trattandosi di negozi di accertamen-

²⁵ G. MOLLE, *I contratti bancari*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* a cura di A. CICU e F. MESSINEO, cit., p. 559; in senso conforme F. MARTORANO, *Il valore probatorio dell'estratto conto e dell'estratto di saldaconto*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1982, p. 820 ss.

²⁶ Così G. MOLLE, op. ult. cit. loc. cit.

²⁷ Cfr. Cass. 13 gennaio 1988 n. 178, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1989, p. 129; Cass. 15 giugno 1995 n. 6736, in *Giust. civ. mass.*, 6, 1995; Cass. 15 settembre 2000 n. 12169, in *Giust. civ. mass.*, 2000, p. 1936.

²⁸ Per un esame di tale impostazione, e relativa critica, cfr. L. TANTULLI, *Sull'approvazione dell'estratto conto nel conto corrente bancario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1974, p. 423 ss.

to (dove la compensazione delle reciproche voci di debito/credito e la fissazione dell'importo di saldo finale). Detto orientamento, peraltro, deve confrontarsi con la problematica ammissibilità nel nostro ordinamento del negozio di accertamento avente natura unilaterale e con la considerazione che nelle ipotesi in esame non è rinvenibile alcuna situazione di incertezza da dover rimuovere attraverso una manifestazione di volontà in tal senso (l'eliminazione di un preesistente stato di incertezza rappresenta, come è noto, la causa stessa del negozio di accertamento²⁹).

Va poi precisato che la tesi suesposta è valida anche nel caso in cui il correntista lasci decorrere il termine utile per la contestazione dell'estratto conto (invece di approvarlo o di opporsi al medesimo); da qui la rilevanza del suo "silenzio", quale forma di approvazione tacita del documento in parola da parte del cliente (in linea con le indicazioni della stessa legge come è dato evincere dalle prescrizioni dell'art. 1832, I comma, c.c.)³⁰

Fermo il noto dibattito in ordine alle implicazioni dei comportamenti omissivi (*i.e.*: la possibilità che da essi si desuma un consenso tacito),³¹ nonché all'eventuale riconoscimento della qualifica di dichiarazioni confessorie a comportamenti concludenti od a dichiarazioni implicite³², è indubbio come, nel caso di specie, sia lo stesso legislatore a consentire di rilevare, dalla mancata contestazione dell'estratto conto nei termini stabiliti, l'approvazione tacita degli ordini ivi contenuti.

²⁹ Cfr., sul punto, G. CAPOZZI, *Il contratto in generale*, Milano, 2002, p. 108.

³⁰ In senso contrario G. TEGLIO, *Osservazioni sull'approvazione del conto corrente*, in *Foro padano*, 1963, I, p.302, il quale ritiene <<che la confessione, per definizione, deve consistere in una dichiarazione che una parte fa della verità di fatti ad essa sfavorevoli e favorevoli all'altra parte; e che pertanto, nel silenzio- specie in assenza di previsioni delle parti al riguardo- non può mai ravvisarsi confessione veruna>>.

³¹ Sul punto cfr. E. FERRERO, <<*Dichiarazione espressa, <<dichiarazione tacita>> e autonomia privata*, Torino, 1974, p. 161 e segg.

³² Cfr., ad esempio, in senso negativo, Cass. n. 6301 del 1992.

Con riguardo, infine, al profilo probatorio del documento in parola, deve preliminarmente osservarsi che la norma di cui all'art. 50 t.u.b. attribuisce agli estratti conto detta efficacia, che viene quindi ammessa in deroga alla disciplina generale sulle scritture contabili delle imprese soggette a registrazione (per cui i documenti e le dichiarazioni provenienti da una delle parti costituiscono prova contro quest'ultima e non possono essere utilizzati a proprio vantaggio)³³. In altri termini, in deroga alla disciplina di cui agli artt. 2709-2711 c.c., gli estratti conto costituiscono, nel procedimento monitorio, un'efficace prova fornita dalla banca a sostegno delle sue pretese creditorie (come risultanti da tale documentazione). Al contempo, tuttavia, la completezza e l'intelligibilità dei dati che, per legge contraddistinguono gli estratti conto, consentono al cliente di formulare eccezioni e contestazioni avverso le relative risultanze.

Sul punto, è necessario coordinare la disposizione della norma di cui all'art. 50 t.u.b., con quella dell'art. 1832 c.c.; potrà agevolmente constatarsi che il valore di prova di tale documento è connesso essenzialmente alla mancata contestazione (approvazione tacita) del medesimo nei termini di legge e non ad una astratta efficacia probatoria del conto in sé considerato³⁴.

³³ Così, C. MICARELLI, *Note in tema di efficacia probatoria dell'estratto di saldaconto e dell'estratto conto*, cit., p. 178.

³⁴ Cfr., in tal senso, Cass., sez. un., 18 luglio 1994, n. 6707, in *Corr. giur.* 1994, p. 1098, con nota di V. CARBONE, "De profundis" per il saldaconto bancario; in *Il Fall.*, I, 1995, p. 177, con nota di E. PATTI, *Efficacia probatoria dell'estratto dei saldaconti in sede di verifica dello stato passivo*; in *Arch. civ.*, 1994, p. 1001, con nota di A. SEGRETO, *Il valore probatorio dell'estratto dei saldaconti bancari: la fine di un contrasto*. Cfr., altresì, Cass. 15 settembre 2004, 18578, in *Guida al diritto.*, 48, 2004, p. 58 per la quale: «le risultanze di conto corrente bancario, allegate a sostegno della domanda di pagamento dei saldi non solo legittimano l'emissione di decreto ingiuntivo, ma nell'eventuale giudizio di opposizione hanno anche efficacia fino a prova contraria, potendo essere disattese solo in presenza di circostanziate contestazioni, non già attraverso il loro rifiuto del conto o la generica affermazione di nulla dovere. A tale fine è irrilevante che l'estratto conto non sia stato stragiudizialmente reso noto al correntista, atteso che la produzione in giudizio costituisce trasmissione ai sensi dell'art. 1832 del c.c., onerando perciò il correntista

Significativa, inoltre, è la considerazione secondo cui l'approvazione (tacita o espressa) del conto si riferisce alla sussistenza e consistenza delle risultanze effettuali ivi riportate, ragion per cui deve ritenersi preclusa la contestazione di queste ultime ma non anche di eventuali errori di scritturazioni, di calcolo, per omissioni o per duplicazioni, come espressamente sancito dall'art. 1832, II comma, c.c.

Più in generale, come è stato chiarito nella sentenza in epigrafe <<l'approvazione del conto non estendendosi alla validità e di efficacia dei rapporti obbligatori sottostanti>>, consente l'impugnazione del documento contabile anche in relazione a questi ultimi ed alla validità del titolo giuridico sulla base del quale il medesimo è stato emesso. Non a caso da tempo un'autorevole dottrina ha sottolineato che, <<nel richiamare per il conto corrente bancario la disciplina dell'approvazione dell'estratto di conto corrente di cui all'art. 1832, la legge ha solo previsto un sistema confessorio sui dati contabili>>³⁵. In altri termini, la banca nel produrre detta documentazione sfornita di tempestiva contestazione da parte del cliente, fornisce sia una prova della sussistenza delle voci di debito a suo carico che di quelle di credito a suo vantaggio³⁶.

6. Sulla scorta delle riflessioni svolte nei paragrafi precedenti è ora possibile trarre alcune conclusioni:

delle necessarie specifiche contestazioni per poter superare l'efficacia probatoria della produzione. Cfr., di recente, Cass., 28 maggio 2008, n. 14044, in *Guida al diritto*, 41, 2008, p. 52.

³⁵ F. MARTORANO, *Il valore probatori dell'estratto conto e dell'estratto di saldaconto*, cit., p. 829.

³⁶ Rispetto alle voci di credito in favore della banca come è ampiamente illustrato nel testo, la mancata contestazione da parte del cliente delle relative voci di debito a suo carico, vale come dichiarazione (tacita) di approvazione delle stesse di natura confessoria.

- 1) i contratti bancari, e tra questi quello di conto corrente, devono rivestire la forma scritta *ad substantiam* ai sensi e per gli effetti dell'art. 117 T.u.b.: nel caso di specie il contratto di conto corrente bancario rivestiva la forma scritta;
- 2) la clausola contrattuale con cui si prevede per il correntista la possibilità di impartire ordini verbali o telefonici alla banca in ordine all'esecuzione del contratto (ove gli stessi non implicino modificazioni delle stipulazioni intercorse tra le parti) non contrasta con la prescrizione formalistica di cui al ricordato articolo, costituendone, piuttosto, una specificazione. Detti ordini, pertanto, non incidendo in modo sostanziale sulle principali pattuizioni delle parti, possono rivestire qualunque forma. È auspicabile, come si è detto in precedenza, che in sede contrattuale (in mancanza di una disposizione regolamentare analoga a quella di cui all'art. 57 del Regolamento Intermediari della Consob) le parti pattuiscono modalità idonee ad assicurare la certezza e la trasparenza delle operazioni bancarie allorquando stabiliscano che gli ordini esecutivi possano avvenire telefonicamente;
- 3) tutte le operazioni concernenti il contratto di conto corrente bancario devono essere indicate nell'estratto periodicamente rimesso dalla banca alla cliente (che, pertanto, deve essere messo in condizione di conoscere le relative risultanze). Se non contestato nei termini di legge, l'estratto conto s'intende approvato. È la legge che, ai sensi dell'art. 1832 c.c., attribuisce al comportamento omissivo del correntista (*i.e.*: la mancata contestazione) il significato di approvazione tacita dell'estratto, presumendosi le risultanze di quest'ultimo conformi alla verità effettuale, nonché alle eventuali disposizioni impartite (anche oralmente) dal correntista alla banca ed ivi annotate;

4) qualora il correntista intenda contestare le risultanze del conto, deve tempestivamente impugnare detto documento, non potendosi limitare ad una tardiva pretesa restitutoria nei confronti della banca, asserendo, come nel caso di specie, di dover fornire solo la prova dell'esistenza del rapporto contrattuale con la banca (e non anche quella relativa alle tempestive contestazioni effettuate, in base al principio dell'onere della prova *ex art. 2697 c.c.*)

Ritiene, infine, la Suprema Corte di non dover prendere posizione in ordine alla possibile inefficacia, ai sensi dell' (ex) art. 1469 *quinquies c.c.*, della clausola (con la quale, per l'appunto, si era attribuita la facoltà al cliente di impartire ordini orali alla banca); ciò in quanto all'epoca dei fatti la norma in parola non era ancora entrata in vigore.

V'è, pertanto, da chiedersi se, alla luce del nuovo impianto normativo delineato dal codice del consumo (d.lgs. n. 206/2005), una simile clausola sia da considerare *vessatoria*. Sembra potersi dare a tale quesito risposta negativa.

Ed invero, occorre preliminarmente osservare che la clausola *de qua* non figura in nessuna delle elencazioni di clausole vessatorie di cui agli artt. 34 e 36 cod. consumo. Peraltro, pur rilevando il carattere non tassativo di dette elencazioni (ed invero non sarebbe possibile escludere *a priori* l'inserimento in queste della fattispecie in esame), è il caso di far presente come attraverso detta pattuizione non pare determinarsi, a carico del consumatore-correntista, "un significativo squilibrio di diritti e degli obblighi derivanti dal contratto"³⁷. A ben considerare, detta clausola, sembra, invece, una specificazione della norma di cui all'art. 117 T.u.b., ponendosi, con ogni probabilità, al

³⁷ Art. 33, I co., cod. consumo. Per un commento agli artt. 33 e ss., si rinvia, per tutti, a M. NUZZO, *Commentario al codice del consumo*, a cura di G. Alpa e L. Rossi Carleo, Napoli, 2005, p. 249 ss.

riparo da eventuali dubbi di vessatorietà ai sensi dell'art. 34, comma terzo, cod. cons.³⁸. Del resto, la possibilità che il correntista contesti l'estratto conto (come previsto dall'art. 1832 c.c.) che, per legge³⁹, deve pervenirgli in qualche modo almeno, una volta l'anno, pone quest'ultimo al riparo da eventuali azioni che la banca intendesse attivare in violazione dei patti assunti; ciò, dunque, impedisce che si realizzi il <<significativo squilibrio contrattuale>> in presenza del quale la legge considera una clausola come vessatoria.

Diego Rossano

Ricercatore di diritto privato
dell'Università degli Studi di Napoli
"Parthenope"

³⁸ "Non sono vessatorie le clausole che riproducono disposizioni di legge ovvero che siano riprodottrici di disposizioni o attuative di principi contenute in convenzioni internazionali delle quali siano parti contraenti tutti gli Stati membri dell'Unione europea o l'Unione europea".

³⁹ Ai sensi dell'art. 119, I e II co., T.u.b. "nei contratti di durata I soggetti indicati nell'art. 115 forniscono per iscritto al cliente, alla scadenza del contratto e comunque almeno una volta all'anno, una comunicazione completa e chiara in merito allo svolgimento del rapporto. Il CICR indica il contenuto e le modalità della comunicazione.

Per i rapporti regolati in conto corrente l'estratto conto è inviato al cliente con periodicità annuale o, a scelta del cliente, con periodicità semestrale, trimestrale o mensile".

CONSIGLIO DI STATO, SEZ. VI, N. 5297 DEL 21 SETTEMBRE 2011.

Pres. Severini – Red. Malaschini

Concorrenza (disciplina della) - autorità garante della concorrenza e del mercato - pubblicità ingannevole

Il giudizio di ingannevolezza del messaggio, svolto dall'A.G.C.M., concreta una valutazione sindacabile sul piano della ragionevolezza e della congruità della valutazione, senza che questo comporti interventi di carattere sostitutivo da parte del giudice, che sarebbero incompatibili con l'opinabilità propria dei giudizi e con la non oggettività ed esattezza delle discipline di riferimento.

FATTO e DIRITTO

1. Con ricorso n. 11767 del 19 novembre 2004, la società Geymonat chiedeva al Tribunale amministrativo regionale per il Lazio, Roma, l'annullamento del provvedimento con il quale l'Autorità garante della concorrenza e del mercato aveva dichiarato che un pieghevole relativo alla specialità medicinale "Nabuser" della società ricorrente, predisposto per l'addestramento degli informatori scientifici, costituiva una fattispecie di pubblicità ingannevole, vietandone l'ulteriore diffusione.

L'accertamento dell'Autorità risultava avviato a seguito della segnalazione di un medico, al quale un informatore scientifico della Geymonat aveva mostrato il pieghevole.

Il pieghevole, in cartoncino lucido dal titolo "Osteoartrosi e Fans - terapia a breve e a lungo termine", raffigurava nell'ultima pagina la confezione del prodotto e gli stabilimenti di produzione Geymonat. All'interno erano riportate definizioni e caratteristiche del prodotto, nonché gli esiti di studi condotti su animali e sull'uomo, analizzandone i rischi.

1.1 All'esito dell'istruttoria, l'Autorità riteneva che il messaggio diffuso dalla Geymonat attraverso i propri informatori scientifici fosse ingannevole in relazione alle "caratteristiche, alle possibilità di impiego e al profilo di rischio per il trattamento proposto", stante la qualificazione del Nabuser come "farmaco FANS selettivo", nonché in quanto il messaggio avrebbe potuto condurre i destinatari a trascurare le normali regole di prudenza nella somministrazione, con particolare riguardo a quei casi e a quei soggetti per i quali doveva essere impiegato con maggiori cautele.

A giudizio dell'Autorità, l'ingannevolezza del messaggio era evidente nella parte in cui veniva posta in risalto l'appartenenza del prodotto ad una categoria farmacoterapica (inibitori selettivi della COX 2) - vantandone addirittura l'esserne il capostipite - alla quale, sulla base della classificazione in vigore, non apparteneva. Fatto questo che risultante dal contenuto del foglietto illustrativo dello stesso medicinale e da una nota della Commissione unica del farmaco, che classificava il Nabumetone tra i farmaci antinfiammatori (FANS) non selettivi.

Da qui l'ingannevolezza del messaggio contenuto nel pieghevole, alla luce della evidente finalità pubblicitaria del pieghevole stesso.

1.2 La Geymonat s.p.a. contestava in primo luogo, davanti al Tribunale amministrativo regionale per il Lazio, la pretesa natura pubblicitaria del messaggio, in quanto il pieghevole era approntato per il solo uso

interno degli informatori scientifici, e non avrebbe dovuto essere esibito o consegnato ai medici.

Ancora, riteneva incompetente l'Autorità garante della concorrenza e del mercato a reprimere ipotesi di pubblicità relative a prodotti farmacoterapeutici, spettando tali poteri al Ministero della salute.

Da ultimo, riteneva erroneo in fatto il giudizio di decettività, alla luce di un dibattito scientifico e di una letteratura specialistica che ritenevano il farmaco in questione "inibitore preferenziale".

1.3 Il Tribunale amministrativo regionale per il Lazio, con sentenza n. 5472 del 6 luglio 2006, accoglieva il ricorso della società Geymonat.

Riteneva il Tribunale amministrativo regionale che nel caso di specie non potesse rinvenirsi la fattispecie di pubblicità di cui all'articolo 20 d.lgs. 6 settembre 2005, n.206 (Codice del consumo).

A mente di tale norma doveva ritenersi che un messaggio, per qualificarsi come "pubblicità", dovesse mirare in primo luogo ad una diffusione tra il più ampio pubblico dei destinatari, avendo altresì lo scopo di promuovere la commercializzazione del prodotto o del servizio offerto. Caratteristiche, queste, entrambi non rinvenibili nel caso in esame, stanti le finalità non commerciali del pieghevole.

Veniva ritenuta credibile l'affermazione della società relativa alla funzione meramente interna del pieghevole, destinato unicamente all'addestramento degli informatori scientifici della Geymonat. La familiarizzazione di questi ultimi con il prodotto sarebbe stata senz'altro più agevole attraverso indicazioni e richiami sintetici, anche di tipo grafico e visuale, come quelli in esame.

Tale finalità veniva poi rafforzata dalla dizione "materiale per esclusivo uso interno", riportata in grassetto nell'ultima pagina del pieghevole, che ne escludeva una più ampia destinazione.

Non risultavano poi contestate, secondo il Tribunale amministrativo regionale, né l'episodicità (un solo caso), né la circostanza che la Geymonat avesse immediatamente provveduto a ribadire agli informatori scientifici il divieto di mostrare ai medici il materiale ad uso interno in loro possesso.

Il ricorso veniva pertanto accolto.

2. Avverso la decisione del Tribunale amministrativo per il Lazio ricorreva al Consiglio di Stato l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, ribadendo che nel caso in esame sussistevano tutte le condizioni per qualificare come "pubblicitario" il messaggio. Ciò sia per la sua impostazione grafica, che per le sue indiscutibili finalità promozionali.

L'appellante Amministrazione criticava poi il carattere escludente la finalità pubblicitaria, assunto dal Tribunale amministrativo sulla base dell'affermazione della Geymonat che il messaggio era destinato esclusivamente all'addestramento degli informatori scientifici, mentre il procedimento risultava invece iniziato su segnalazione di un medico.

Essa ricordava, poi, come in base alla giurisprudenza (parere del Consiglio di Stato relativo al decreto del Presidente della Repubblica 11 settembre 2004, di decisione del ricorso straordinario al Capo dello Stato proposto da ABI) non è necessario che un messaggio persegua direttamente uno scopo promozionale, essendo sufficiente anche tale perseguimento in via indiretta.

Denunciava infine che il giudice di primo grado aveva sostituito una propria valutazione di merito a quella effettuata dall'Autorità, entrando in modo non corretto nel campo delle valutazioni tecnicodiscrezionali riservate all'Autorità stessa.

3. La causa veniva assunta in decisione alla pubblica udienza del 19 luglio 2011.

L'appello è infondato e va respinto.

Va in primo luogo ricordato che il giudizio di ingannevolezza del messaggio, svolto dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato, concreta una valutazione sindacabile sul piano della ragionevolezza e della congruità della valutazione, senza che questo comporti interventi di carattere sostitutivo da parte del giudice, che sarebbero incompatibili con l'opinabilità propria dei giudizi e con la non oggettività ed esattezza delle discipline di riferimento (v. Cons. Stato, VI, 19 marzo 2008, n. 1208; 9 dicembre 2008, n. 6085).

Alla luce di tali criteri di ragionevolezza e congruità, vanno ricostruiti e valutati taluni elementi di fatto della concreta vicenda.

Tra questi, l'elemento principale da tenere in considerazione è che la diffusione del pieghevole si è concretizzata in un episodio che appare isolato, verificatosi durante una singola visita presso un solo medico.

La stessa Autorità ha avuto modo di statuire, in casi analoghi, che qualora l'episodio che ha dato luogo alla segnalazione sia stato generato da un caso isolato, l'episodio stesso è da considerare di scarsa significatività e, come tale, non riconducibile - perché divenga giuridicamente rilevante - ad una vera e propria "pratica" commerciale dal carattere di oggettiva ingannevolezza (es. Autorità garante della concorrenza e del mercato, provvedimento n. 14606, del 4 agosto 2005; provvedimento n. 14489 del 6 luglio 2005; provvedimento n. 14699 del 6 settembre 2005).

Questa unicità - non contestata in punto di fatto - dell'episodio è circostanza determinante che esclude l'abitudine, o serialità, propria della "pratica" (vale a dire, della prassi) commerciale scorretta, e che avrebbe dovuto essere adeguatamente valutata alla luce dell'allora vigente art. 2, lett. a), d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 74 (in materia di messaggi pubblicitari ingannevoli diffusi attraverso mezzi di comunicazione), e della definizione di pubblicità ivi richiamata (normativa poi abrogata dall'art. 146 e assorbita nel Codice del consumo, e oggi regolata dall'art. 2, comma 1, lett.

a) e b) d.lgs. 2 agosto 2007, n. 145, di attuazione dell'art. 14 della direttiva 2005/29/CE che modifica la direttiva 84/450/CEE sulla pubblicità ingannevole).

La mancanza di un'accertata, minima serialità non solo esclude che si possa ritenere provato il ricorrere della "pratica" commerciale (nel cui quadro necessariamente si deve iscrivere, per rilevare dal punto di vista sanzionatorio, una pubblicità ingannevole), ma fa anche ragionevolmente ritenere che il messaggio non fosse preordinato alla diffusione presso il pubblico generale, al fine di promuovere la vendita del bene, come richiede quell'art. 2. Si può stimare che, se così fosse stato, ben più numerosi sarebbero stati gli episodi di conoscenza del messaggio stesso, diffusi non solo tra i medici, ma più in generale tra gli stessi pazienti, destinatari finali del prodotto.

Questa valutazione - che si pone appieno nell'ambito del possibile sindacato giurisdizionale sulla ragionevolezza dell'atto sanzionatorio (cfr. Cons. Stato, VI, 1 ottobre 2002, n. 5156; 23 febbraio 2003, n. 1054) - appare determinante per escludere che ricorresse davvero la fattispecie contestata, e assorbe ogni altra valutazione, come ad esempio quella della rilevanza dell'esplicita indicazione "materiale per esclusivo uso interno", contenuta nel pieghevole.

L'appello non può quindi essere accolto e va confermata la sentenza appellata.

Sussistono ragioni sufficienti, collegate all'incertezza originaria della qualificazione, per compensare le spese di giudizio.

P.Q.M.

Il Consiglio di Stato in sede giurisdizionale (Sezione Sesta) definitivamente pronunciandosi sull'appello, come in epigrafe proposto, lo respinge, confermando la sentenza di primo grado.

Compensa le spese di giudizio.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'autorità amministrativa.

LA SERIALITÀ DELLA DIFFUSIONE COME PARAMETRO PER LA VALUTAZIONE DELLA PUBBLICITÀ INGANNEVOLE*

1. La sentenza del Consiglio di Stato, Sez. VI, n. 5297 del 21.9.2011 contiene interessanti precisazioni sui requisiti caratterizzanti la c.d. “pubblicità ingannevole”, e, sia pure quasi incidentalmente, sull'estensione del sindacato del Giudice amministrativo con riguardo ai provvedimenti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Per un migliore inquadramento della vicenda, appare utile ripercorrerne molto sinteticamente lo sviluppo.

Una società farmaceutica ha impugnato dinanzi al Tribunale Amministrativo del Lazio un provvedimento del 7 settembre 2004 dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, con cui quest'ultima aveva deliberato che un pieghevole dell'impresa, relativo ad una specialità medicinale rientrante tra gli antiinfiammatori, costituisse “pubblicità ingannevole” ai sensi del d.lgs. 25.1.1992, n. 74 (*Attuazione della direttiva CEE n. 450/84 in materia di pubblicità ingannevole*, oggi abrogato, sostituito ed assorbito dal d.lgs

* Contributo approvato dai revisori.

6.9.2005, n. 206 recante il *Codice del Consumo* e dal d.lgs. 2.8.2007, n. 145)¹.

Si trattava di un pieghevole in cartoncino plastificato, realizzato in grafica policroma, in cui comparivano tra l'altro nome del medicinale, marchi dell'impresa, fotografie del prodotto, grafici commentati di studi farmacologici, e fotografie di varia natura. La società affermava che lo stesso era stato realizzato solo per l'addestramento dei propri informatori scientifici, in modo da essere durevole e di facile assimilazione. Infatti sul pieghevole compariva, in grassetto, la dicitura espressa "*per esclusivo uso interno*".

2. Tuttavia, dopo avere avviato un procedimento istruttorio a seguito della segnalazione di un singolo medico, cui il pieghevole sarebbe stato lasciato in occasione di una visita di un informatore scientifico, l'Autorità Garante all'esito dell'istruttoria ha in sintesi ritenuto: **a)** che il pieghevole fosse "*indiscutibilmente*" di natura pubblicitaria e destinato alla distribuzione al pubblico, a motivo dei caratteri estrinseci dello stesso ("*cartoncino lucido realizzato con una grafica policroma in cui è più volte messo in evidenza il marchio e sono raffigurate le confezioni del prodotto...*"); **b)** che si trattasse di un messaggio ingannevole "*laddove mette più volte in evi-*

¹ La fattispecie della "pubblicità ingannevole", da materia autonoma disciplinata da specifiche normative facenti parte della disciplina e tutela della concorrenza, è stata successivamente ricompresa tra le c.d. "pratiche commerciali", e come tale è stata inglobata nella disciplina organica a tutela del consumatore dettata dal Codice del Consumo di cui al d.lgs. n. 145/2007, con abrogazione della originaria normativa di settore. Su tale approccio ha certamente influito lo spostamento – o ampliamento – dell'oggetto di tutela della disciplina sulla concorrenza, dalle (sole) imprese operanti nel mercato (cf. A. FRIGNANI e M. WAELBROECK, *Disciplina della Concorrenza nella CEE*, Torino 1996) ai consumatori che con le imprese interagiscono (F. DENOZZA, *Antitrust, Leggi monopolistiche e tutela dei consumatori nella CEE e negli USA*, Bologna 1988). V. anche E.M. TRIPODI, *Consumatore e diritto dei consumatori: Le linee di evoluzione del Codice del Consumo*, in www.altalex.com.

denza la qualifica come primo fans selettivo della COX 2” e “afferma, contrariamente al vero, che il prodotto rientra in una categoria farmacoterapica (inibitori selettivi della COX 2) alla quale, sulla base delle classificazioni in vigore, non appartiene”. Il tutto con grave pericolo dei consumatori del farmaco in questione, i quali, secondo l’Autorità, sarebbero stati portati ad omettere o ridurre le normali cautele nell’impiego degli antiinfiammatori tradizionali.

3. Tra i motivi di ricorso fatti valere dinanzi al TAR dalla società interessata, ve ne era uno attinente alla questione, di rilievo generale, relativa alla definizione del “messaggio pubblicitario” ed alla individuazione degli elementi che devono sussistere per potere affermare la natura “pubblicitaria” della comunicazione. La società ha infatti contestato una siffatta natura pubblicitaria del pieghevole in questione ai sensi dell’art. 2 del d.lgs. n. 74/92 all’epoca in vigore, per difetto sia dell’elemento oggettivo della “diffusione al pubblico”, come sorte normale del messaggio, che dell’elemento soggettivo e teleologico della “finalità/scopo promozionale”². Si sarebbe, infatti, trattato di un caso unico, isolato, non previsto e non confermato da altri precedenti, in cui un singolo medico è venuto in possesso del pieghevole, in realtà destinato al solo uso interno dell’addestramento degli informatori medico-scientifici.

² Sui caratteri comportanti la “natura pubblicitaria” del messaggio, v. ad es. la sentenza TAR Lazio, Sez. I, n 132 del 17.3.2004, punto 67, da cui possono evincersi l’elemento oggettivo (diffusione) e quello soggettivo/teleologico (scopo promozionale): “Secondo la formulazione dell’art. a) del D.Lvo n. 74 del 1992, affinché un messaggio sia qualificato come pubblicitario, basta che esso sia stato diffuso nell’esercizio di un’attività economica e che persegua lo scopo promozionale evidenziato dalla norma.” Lo scopo promozionale può essere anche indiretto, ma come tale deve comunque sussistere e riguardare un “pubblico”.

4. La Sez. I del TAR del Lazio, con la sentenza n. 5472 del 2006, ha accolto il ricorso, condividendo tale primo ordine di censure sulla erronea qualificazione del pieghevole come pubblicità, e ritenendo per l'effetto assorbiti tutti gli altri motivi di impugnazione.

In particolare, secondo il TAR, il pieghevole in questione non costituiva un messaggio pubblicitario, ai sensi sia dell'art. 2, c.1, del d.lgs. n. 74/92 *pro tempore* vigente, che dell'art. 20 del d.lgs. n. 206/2005 frattanto entrato in vigore. Gli elementi valutati dall'Autorità non erano in sé probanti della natura pubblicitaria, ed erano “*adeguatamente resistiti*” da una ragionevole *spiegazione alternativa lecita* offerta dall'operatore economico, ovvero la reale finalità di addestramento degli informatori scientifici, come dimostrava anche la dicitura “*ad uso interno*” presente nel pieghevole ed evidenziata in grassetto. Inoltre, secondo i Primi Giudici, l'Autorità non aveva contestato né smentito in istruttoria la episodicità del fatto e le immediate azioni dell'impresa (che aveva subito ritirato il materiale) per porvi rimedio.

5. Veniamo così al giudizio di secondo grado, che ha dato luogo alla sentenza del Consiglio di Stato n. 5297/2011 in commento.

L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha ritenuto di impugnare la sentenza del TAR del Lazio dinanzi al Consiglio di Stato, assumendone la erroneità e contraddittorietà, e ponendo una questione relativa ai confini del sindacato di legittimità rispetto a quello di merito. Infatti, ad avviso dell'Autorità, il TAR avrebbe riconosciuto che il provvedimento impugnato aveva esaminato e si era espresso sulla sussistenza di tutti i caratteri del messaggio pubblicitario, così come definiti dalla legge, e, pertanto, a quel punto, il

Tribunale non avrebbe potuto sostituirsi all'amministrazione, pervenendo a un giudizio diverso da quello cui questa era giunta. In altre parole, secondo l'Autorità appellante, il TAR si sarebbe dovuto limitare alla verifica della considerazione, nella valutazione dell'amministrazione, di tutti i requisiti di legge. Compiuta tale verifica, non avrebbe potuto anche mettere in discussione la correttezza del giudizio espresso. Invece, afferma l'appellante, il TAR, negando la natura pubblicitaria del messaggio, avrebbe sostituito una propria valutazione di merito a quella insindacabile già effettuata sul punto dall'Autorità Garante nel provvedimento impugnato. In tal modo avrebbe esorbitato dai limiti della propria giurisdizione.

6. La Sez. VI del Consiglio di Stato con la decisione in commento ha respinto l'appello e confermato la sentenza di primo grado. Il Collegio di secondo grado non si è, tuttavia, limitato a semplicemente ribadire la sopra descritta motivazione del TAR. Ha, piuttosto, ritenuto di dovere massimamente valorizzare un elemento di tale motivazione, ovvero la episodicità – anzi, nella specie unicità – del fatto. Quel che conta per il Consiglio di Stato è infatti prima di tutto che la diffusione del pieghevole si sarebbe concretizzata in un episodio isolato, verificatosi durante una singola visita presso un solo medico, e che tale unicità non era contestata in punto di fatto.

Detta episodicità nella sentenza del TAR era stata presa in considerazione, ma solo in via aggiuntiva e secondaria rispetto all'esistenza di una valida spiegazione alternativa delle caratteristiche del messaggio *de quo*. Mentre, secondo il Consiglio di Stato, ha valore preminente e decisivo, a monte ed a prescindere da ogni altra valutazione. La decisione, richiamando precedenti della stessa Auto-

rità appellante³, ha puntualizzato come, qualora un episodio sia stato generato da un caso isolato, esso è da considerarsi di scarsa significatività e, come tale, non può essere ricondotto ad una pratica di diffusione. Pertanto, la mancanza di una accertata, pur minima, “serialità” della diffusione non solo esclude la prova della pratica pubblicitaria, ma *“fa anche ragionevolmente ritenere che il messaggio non fosse neppure preordinato alla diffusione presso il pubblico generale al fine di promuovere la vendita del bene”*, come invece richiede la normativa applicabile. E’ il caso di osservare che, con quest’ultimo rilievo, il Consiglio di Stato ha affrontato pure il tema dell’elemento soggettivo (la finalità promozionale), che forse era rimasto anch’esso più in ombra nella sentenza del TAR del Lazio, maggiormente incentrata sul profilo del difetto di istruttoria sotteso alla mancata contestazione della episodicità del fatto.

Il Consiglio di Stato chiude affermando che la valutazione e l’accertamento della “serialità” della diffusione supera anche elementi indiziari di carattere formale, come ad esempio la rilevanza della dizione “ad esclusivo uso interno” contenuta nel pieghevole.

7. Concludendo su tale punto, in tema di pubblicità ingannevole sia l’elemento oggettivo (diffusione) che quello soggettivo (finalità promozionale) previsti dalla legge (oggi art. 2, c. 1, d.lgs. 2.8.2007, n. 145) presuppongono e sono condizionati da una “serialità” e non episodicità del fatto, il cui accertamento sembrerebbe dovere essere la prima preoccupazione dell’Autorità, in quanto indispensabile per potere qualificare il fatto in esame come “pratica” commerciale, nel

³ Si fa riferimento in particolare ai seguenti provvedimenti dell’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, risalenti ad alcuni anni addietro e grosso modo coevi: n. 14606 del 4.8.2005; n. 14489 del 6.7.2005; n. 14699 del 6.9.2005.

cui quadro – così testualmente afferma il Consiglio di Stato – necessariamente si deve iscrivere, per rilevare dal punto di vista sanzionatorio, una pubblicità ingannevole. Per inciso, il rilievo dato alla nozione e definizione di *pratica* appare coerente con l'impostazione del vigente Codice del Consumo del 2005, le cui previsioni si concentrano sulle "pratiche commerciali", comprendendo tra queste anche la pubblicità ingannevole.

Viceversa, se la suddetta serialità manca, o non è accertata e nemmeno contestata, non è possibile parlare, prima ancora che di pubblicità ingannevole, di messaggi pubblicitari ai sensi della vigente normativa sulla protezione dei consumatori, non solo in senso oggettivo, ma nemmeno in senso soggettivo. Infatti, come si evince dalla sentenza, la mancanza di una serialità ovvero della sua dimostrazione fa anche ragionevolmente "ritenere" che effettivamente il messaggio non fosse "preordinato" alla diffusione e quindi non avesse fini promozionali.

8. La sentenza in commento, oltre a puntualizzare il suddetto principio sostanziale in tema di pubblicità ingannevole, affronta anche la problematica di carattere processuale prospettata dall'Autorità e sopra ricordata, relativa ai rapporti tra sindacato di legittimità e sindacato di merito. Tale aspetto viene risolto dal Consiglio di Stato con una rapidissima battuta in cui viene precisato, appena per inciso, che la valutazione della serialità della diffusione "*si pone appieno nell'ambito del possibile sindacato giurisdizionale sulla ragionevolezza dell'atto sanzionatorio*".

Il sintetico riferimento alla possibilità di un sindacato giurisdizionale sulla ragionevolezza del provvedimento appare, a dispetto –

o forse proprio a causa – della sua brevità, non privo di significato. Infatti il Consiglio di Stato, richiamati alcuni propri precedenti che argomentano più compiutamente e diffusamente la distinzione tra sindacato “forte” e sindacato “debole” sulle statuizioni dell’Autorità Garante⁴, e la possibilità di sindacare le valutazioni tecniche complesse di quest’ultima solo sul piano della ragionevolezza e della coerenza⁵, nella sentenza in commento sembra voler condensare in estrema sintesi una duplice conclusione: che la valutazione della serietà della pratica rientra senz’altro nel sindacato c.d. “debole” consentito al giudice amministrativo, in quanto accertamento di fatto ovvero dei presupposti in fatto; ma anche che il sindacato giurisdizionale può estendersi alla ragionevolezza come tale della valutazione complessa. In altre parole, il giudice amministrativo, anche se non può sostituire la valutazione dell’Autorità con una nuova valutazione propria, può tuttavia verificare la ragionevolezza della valu-

⁴ Cfr. Consiglio di Stato, Sez. VI, decisione n. 5156 del 1.10.2002 e decisione n. 1054 del 23.2.2003.

⁵ Affrontando specificamente il tema della discrezionalità tecnica e del sindacato che su tale tipo di discrezionalità può essere esercitato dal Giudice amministrativo, la decisione del Consiglio Stato, Sez. VI, n. 6152 del 7.11.2005 (confermativa della sentenza del Tar Lazio, Sez. I, n. 631/1996) individua una intensità graduata del sindacato stesso, a seconda che si tratti di discrezionalità tecnica “ordinaria”, ovvero “pura e assoluta”, che come tale viene ricondotta addirittura al c.d. “merito amministrativo”: *“La discrezionalità tecnica non gode di uno statuto peculiare di impermeabilità al sindacato del giudice ma va sindacata in relazione alla natura del giudizio tecnico espresso nel caso particolare ed allo stato epistemologico della scienza applicata (il che comporta la necessità di modulare il controllo giudiziario in modo più o meno penetrante a seconda della controllabilità del giudizio, secondo i dettami della scienza applicata), in guisa che si avrà un sindacato forte, in presenza di una discrezionalità tecnica ordinaria, e un sindacato debole, a fronte di una discrezionalità tecnica pura o assoluta (quest’ultima riconducibile a cd. merito amministrativo). Da ciò deriva che se quella discrezionalità - che si manifesta attraverso i giudizi espressi in base alle cd. scienze sociali, connotate da un’ampia componente di giudizi valoriali opinabili - comporta un necessario self restraint da parte del giudice amministrativo (che può solo verificare la logicità, congruità e ragionevolezza delle statuizioni amministrative e correttezza della loro motivazione, ma non sostituire con i propri giudizi di merito le valutazioni effettuate in sede amministrativa), non v’è dubbio che tale limite non sussiste nei confronti dei giudizi tecnici, per loro natura, connotati da un maggior grado di estrinseca controllabilità”*.

tazione data dall'Autorità⁶. È evidente, tuttavia, che distinguere le due ipotesi è tutt'altro che semplice, e che la loro linea di demarcazione appare piuttosto fluida e sfumata.

Nikolaus Suck

Avvocato e Cultore della materia
nell'Università LUISS in Roma

⁶ In materia v. anche Consiglio Stato, sez. VI, decisione n. 926 del 2.3.2004, secondo cui: *“In tema di sindacato del giudice amministrativo sugli atti dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ciò che rileva non è la qualificazione del controllo giurisdizionale come "forte" o "debole", ma l'esercizio di un controllo tendente ad un modello comune a livello comunitario, in cui il principio di effettività della tutela giurisdizionale sia coniugato con la specificità di controversie, in cui è attribuito al giudice il compito non di esercitare un potere in materia "antitrust", ma di verificare, senza alcuna limitazione, se il potere a tal fine attribuito all'Autorità "antitrust" sia stato correttamente esercitato.*