

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

---

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

3 / 2013

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://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. Maserà - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - 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, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, M. Pellegrini, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise, 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 scientifico 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:

Brescia Morra, De Poli, Desiderio, Maimeri, Moliterni, Pellegrini, Sepe, Urbani

## **PARTE PRIMA**

### **ARTICOLI**

RAFFAELE BIFULCO - <i>Uguaglianza, libertà ed interessi socio-economici</i> .....	148
DOMENICO SICLARI - <i>Tendenze regolatorie in materia di compliance bancaria</i> ..	156
FRANCESCO GUARRACINO - <i>Il meccanismo unico di vigilanza sugli enti creditizi tra diritto primario e riforma dei trattati</i> .....	171

### **VARIETA'**

FRANCESCO CAPRIGLIONE - ILARIA SUPINO – <i>Il valore delle scienze sociali (Un itinerario di speranza, una proposizione in cui credere)</i> .....	205
---	-----

## **PARTE SECONDA**

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

ELISABETTA BANI – <i>Dal “risparmio tradito” alla “imprevedibilità” dei default finanziari</i> .....	109
EMILIO DE LILLO – <i>Le misure di controllo delle operazioni con parti correlate irrompono nella valutazione delle irregolarità di gestione di una società quotata</i> .....	141

PARTE PRIMA

ARTICOLI

## UGUAGLIANZA, LIBERTÀ ED INTERESSI SOCIOECONOMICI\*

**ABSTRACT:** *This article sheds some lights on the work of Claudio Rossano, by analyzing the idea of several Constitutions throughout different time frames and their applicability.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa - 2. L'itinerario logico-giuridico di Claudio Rossano. - 3. (Segue): Attualità del suo pensiero nel riferimento al dibattito europeo sui regimi costituzionali - 4. L'impostazione metodologica.

1. Permettetemi una necessaria premessa. Ringrazio il Comitato organizzatore per il compito che mi è stato affidato. E non vi nascondo che ne sento tutta la responsabilità. Onorare in un evento pubblico, ufficiale, accademico, la personalità di uno studioso è opera difficile in sé, ma lo è ancora di più quando di quella personalità sei stato "allievo". In particolare elevato è il rischio agiografico. Sicché, proprio per senso di responsabilità, ho deciso di provare a riflettere sui precedenti e presupposti culturali –uso un termine volutamente molto ampio, in cui includo anche le influenze personali- che sono alle spalle dello Studio che oggi onoriamo. Procederò quindi in questa direzione, nel tempo limitato che ho a disposizione.

2. Quando viene pubblicata la prima monografia di Claudio Rossano, la

---

\* Il presente scritto riproduce, con piccole integrazioni e modifiche, il testo della relazione presentata in occasione della presentazione degli Studi in onore del prof. Claudio Rossano, svoltasi il 10 ottobre 2013 presso la Facoltà di Economia dell'Università degli studi di Roma La Sapienza.

costituzione italiana è in vigore da poco meno di vent'anni. Sono oramai alle spalle le prime due legislature repubblicane in cui la continuità con l'ordinamento precedente era evidente sia a livello legislativo sia a livello di forma di governo.

La Corte costituzionale è all'opera da dieci anni (e al commento delle sue sentenze l'Onorato dedica i primissimi lavori). Il costituzionalismo italiano del dopoguerra, sotto la guida di autorevolissimi esponenti alcuni dei quali oggi presenti qui tra noi, è in fase di pieno dispiegamento. Corte, partiti e opinione pubblica permettono l'avvio dell'attuazione della Costituzione (dopo la Corte il CNEL e poi il CSM e dopo poco le Regioni). Una costituzione di cui si appropriano i partiti che ad essa avevano dato vita: in questa immedesimazione erano le premesse anche per il superamento di un paradosso, quello della democrazia bloccata. Non può infatti non essere rimarcato questo dato saliente della nostra recente storia costituzionale: il periodo di pieno dispiegamento della Costituzione coincideva con la fase della democrazia bloccata. La storia ha poi interrotto questo processo di superamento con l'uccisione di Aldo Moro, obbligandoci ad attendere eventi esterni (il crollo del Muro di Berlino).

E' questa la congerie politico-istituzionale in cui si avviano gli studi di Claudio Rossano. E qui va messo in rilievo un primo aspetto della personalità dello Studioso: il quale entra nel mondo accademico non certo scegliendo temi di nicchia. Anzi! Vi entra scegliendo temi centrali, fondativi della disciplina. Non temo smentite nell'affermare che, da un lato, il tema dell'eguaglianza e, dall'altro, quello dei partiti e parlamento/Governo sono, da prospettive diverse, i fondamenti delle attuali democrazie costituzionali contemporanee.

E lo sono perché hanno una storia antica, che coincide con la nascita del costituzionalismo moderno.

Democrazia e eguaglianza si sovrappongono fin dal primo momento in cui

emergono sulla scena della modernità. Con la prima, la rivoluzione francese rompe tutte quelle differenze e separazioni che l'Ancien Régime aveva eretto tra gli uomini all'interno della società. Con la seconda, la rivoluzione cerca di dar una forma politica a questa pretesa di rifondazione dell'ordine sociale. Tra queste aspirazioni, poi divenute principi fondanti delle costituzioni moderne, vi è un legame strettissimo. E allo stesso tempo fragilissimo, intuito, fin da subito, da Tocqueville che ci ricorda come il percorso dell'eguaglianza non sia affatto a senso obbligato, potendo essa favorire l'indipendenza degli uomini ma anche la loro servitù. In verità è tutto l'Ottocento -il secolo venuto appunto fuori dalle due grandi rivoluzioni costituzionali- a interrogarsi sul nesso tra eguaglianza e democrazia: basti ricordare che nel pensiero di Marx solo la democrazia effettiva, cioè il comunismo, potrà realizzare un'eguaglianza vera, non formale.

Ed è proprio la tradizione marxiana - meglio, l'interpretazione del pensiero marxiano in un certo periodo storico e ad opera di alcune élites politiche- a confermarci i rischi derivanti da un'alterazione del rapporto tra questi due principi in tutte quelle concrete esperienze storiche in cui l'aspirazione all'eguaglianza è stata subordinata alla realizzazione di un potere forte, in molti casi totale.

Sentite cosa scrive un costituzionalista tedesco che ha sperimentato sulla propria pelle il potere totale e che Claudio Rossano non solo ha studiato ma ha conosciuto personalmente: "Che il democraticismo possa assumere anche un carattere antiliberal si mostra già con Rousseau. Egli ha eliminato in via di principio l'esistenza personale dell'uomo e ha messo l'individuo a completa disposizione della comunità. Già qui il singolo uomo non è più soggetto, bensì oggetto: è lo strumento ormai uniformato della "volonté generale". Sicuramente, la democrazia liberale che proclama i diritti dell'uomo della rivoluzione francese, non ha accettato questa forma di democraticismo. Ma la possibilità di una tale democrazia non ci esime dall'obbligo di individuare il pensiero democratico astra-



endo dal suo contenuto liberale”.

Il brano di Gerhardt Leibholz porta a sintesi i rischi e le difficoltà che la storia della Modernità ha mostrato nel coniugare democrazia e liberalismo. Ciò non implica, ovviamente, che l'idea di democrazia sia inconciliabile con l'idea di libertà. Ciò che la Modernità ha mostrato è piuttosto il rischio che a prevalere sia un'idea di democrazia in cui a prendere il sopravvento sul principio di libertà, capace di stimolare e favorire la volontà di autonomia dell'individuo (in una linea di pensiero che da Tocqueville arriva a Kelsen passando per Stuart Mill), sia la volontà generale della comunità (secondo le interpretazioni che di essa sono state date a partire da Rousseau fino al Gramsci della libertà organica).

3. Rispetto a questo scenario le costituzioni contemporanee, soprattutto quella italiana e quella tedesca, rappresentano un argine, inteso a resistere alle possibili degenerazioni del pensiero democratico cui possono ricondursi i totalitarismi di destra e di sinistra. La loro nascita è anzi legata alla morte violenta di quelle esperienze storiche. Ed è allora evidente che quei problemi, meglio la soluzione di quei problemi cui ho accennato –il rapporto tra uguaglianza e democrazia, il rapporto tra rappresentanza e organicismo compresenti nello stesso pensiero democratico- sono il punto di partenza del costituzionalismo del secondo dopoguerra. In questo scenario assumono un ruolo naturalmente preminente quei giuristi “di transizione”, che hanno avuto la possibilità di vivere le due esperienze.

Io non sono certo in grado di stabilire quanto, nella scelta di questi temi di studio, abbia pesato l'intensa frequentazione che lo studioso intreccia, in quegli anni, con una parte del costituzionalismo tedesco, in particolare con Leibholz e con Forsthoff. Certo è che non si tratta di due nomi marginali, bensì centrali del costituzionalismo europeo. E sono centrali non tanto e non solo per

l'influenza che hanno esercitato su chi è venuto dopo, quanto per la loro funzione di "eredi" di una tradizione costituzionale formatasi, in condizioni molto differenti, nella prima metà del Novecento, di una tradizione costituzionale, cioè, che è stata obbligata a fare i conti con le contraddizioni della democrazia di massa.

L'influenza di questi due "giganti" del costituzionalismo del Novecento è evidente nell'opera dello Studioso che oggi onoriamo. Se, infatti, le ricerche di Forsthoff sui mutamenti dello Stato di diritto sono il punto di partenza del volume su partiti e parlamento, Leibholz è un punto di riferimento sia della prima monografia sull'eguaglianza giuridica che della seconda su partiti e parlamento.

Il contatto con questi Autori non poteva non essere produttivo, fecondo. Il lavoro sull'eguaglianza giuridica si afferma, insieme a quello praticamente coevo di L. Paladin, come "il" libro sull'eguaglianza. Ma ciò che mi interessa sottolineare è la forza intellettuale di un Autore che –non dimentichiamolo, a soli 26 anni- pubblica un volume su un tema che, come ho cercato di mostrare, rappresenta un architrave non solo del costituzionalismo ma di tutto il pensiero politico-giuridico della Modernità.

Non voglio nemmeno tentare di fornire chiavi di lettura della concezione del principio di eguaglianza di Claudio Rossano perché rischierei di appesantire un intervento che, come ho detto, ha un altro fine. Del resto, proprio nella raccolta degli studi che presentiamo, questo compito è stato svolto, con l'originalità e con l'indipendenza di pensiero che contraddistingue sempre i suoi lavori, da Silvia Niccolai.

Qui mi limito a sottolineare un solo aspetto di questa opera fondamentale per la più recente tradizione giuridica italiana: in forme rinnovate, in un contesto giuridico completamente differente rispetto a quello evocato precedentemente, la ricerca mira a fornire l'interpretazione di un principio, quello di e-

guaglianza, che presenta ancora tutti i rischi di squilibrio di cui ho fatto menzione, capaci di trasformarlo o in uno strumento per dare prevalenza alla versione organicista della democrazia oppure in uno strumento con il quale un giudice stabilisce, con molta discrezionalità, ampiezza e profondità del principio di eguaglianza.

Sappiamo tutti che la rigorosa proposta di Rossano in tema di eguaglianza non è stata fatta propria dalla Corte costituzionale. Non può passare sotto silenzio, però, che essa ha profonde consonanze con l'opera delle Corti europee che, attraverso il principio di non discriminazione, sempre più contribuiscono a definire i tratti dell'ordinamento giuridico italiano.

Anche il volume su "Partiti e parlamento nello Stato contemporaneo" si riallaccia e svolge ulteriormente il tema centrale delle forme che assume il principio democratico nelle costituzioni della seconda metà del Novecento. Fin dalle premesse emerge la consapevolezza di come i partiti di massa abbiano impresso una profonda torsione alla tradizione dello Stato liberale; non a caso, il confronto, anche critico, con Forsthoff nelle prime sessanta pagine è serratissimo; ed anche le tesi di Leibholz sul carattere plebiscitario delle elezioni sono oggetto di una critica penetrante. Ma il punto che mi preme sottolineare è un altro.

Spero di non errare affermando che, nei limiti in cui ciò è reso possibile da un fenomeno pervasivo come quello dello Stato dei partiti, si avverte forte la spinta dell'Autore a valorizzare l'elemento della libertà. In proposito trovo particolarmente significativa l'approfondita e critica analisi delle tesi che cercavano, in quegli anni, di legare i gruppi parlamentari in maniera organica al Parlamento o allo Stato.

Insomma, basta considerare solo gli oggetti di queste due lavori - l'eguaglianza, i partiti, il Parlamento, lo Stato contemporaneo- per affermare che l'opera di Claudio Rossano si colloca a pieno titolo in quel faticoso lavoro di

mediazione tra volontà organiche e volontà di libertà individuali che, giustamente, Biagio de Giovanni, in un recente volume –uno splendido affresco sulla democrazia di massa in cui l’opera dei filosofi è contrapposta a quella dei giuristi-individua come titolo di merito dei giuristi rispetto alle assolutizzazioni della filosofia del Novecento. Confesso che, proprio pensando a questo Leit-motiv, ho scelto il tema della democrazia costituzionale come oggetto del mio piccolo contributo agli studi che presentiamo. In fondo la locuzione “democrazia costituzionale” non è altro che la riproposizione di questa tensione, anche se nelle forme e nei contesti delle costituzioni del secondo Novecento.

4. Una parola finale sul metodo della ricerca dello Studioso che celebriamo. Si tratta di una nota caratteristica che non lo abbandonerà mai, dalla stesura del volume sull’eguaglianza al fortunato manuale di diritto pubblico. E questa nota è l’attenzione al c.d. metodo giuridico. Dalla critica all’onnivoro principio di ragionevolezza, che, privo di riferimento a specifici parametri stabiliti dall’ordinamento costituzionale, consente al Giudice delle leggi di decidere secondo la sua libera determinazione e sulla base di valutazioni discrezionali se le fattispecie esaminate meritino o meno un trattamento eguale e diverso, allo studio delle forme giuridiche con cui i partiti e i gruppi di interesse influenzano gli organi statali, all’analisi del ruolo della più informale tra le fonti del diritto, la consuetudine, lo sforzo metodico di Claudio Rossano è costantemente duplice: da un lato, massima attenzione alla realtà nelle sue molteplici manifestazioni e, dall’altro, traduzione di questa sensibilità con le lenti e nelle forme proprie del giurista.

Si badi che l’attenzione alla forma non risponde a un intento di occultamento della realtà in nome della difesa dei poteri costituiti, come pure vuol far credere una vulgata che, poggiando sul pensiero di Marx e Foucault, è sintetiz-

zata nel noto detto Juristen böse Christen.

Essa è invece espressione di una consapevolezza, assolutamente condivisibile, che la separazione delle discipline è un male per la ricerca, ma che, allo stesso tempo, la perdita delle specificità tecniche del giurista finirebbe per annullare proprio quel ruolo fondamentale di mediazione ad esso riconosciuto proprio da chi giurista non è.

**Raffaele Bifulco**

*Professore Ordinario di Diritto Costituzionale  
nell'Università LUISS "Guido Carli" di Roma*

## TENDENZE REGOLATORIE IN MATERIA DI COMPLIANCE BANCARIA\*

**ABSTRACT:** *The Bank of Italy, with the new document dated 1 July 2013, has modified regulations for banks while investigating and inspecting internally. In particular, it lays down the basic rules, establishes principles and assigns powers while examining the main facts. The bank now takes responsibility while defining its risk profile in measuring the risk itself, and calculating its capital adequacy.*

**SOMMARIO:** 1. Il nuovo quadro normativo e le tendenze regolatorie nell'evoluzione del sistema dei controlli interni delle banche. – 2. Le implicazioni della Banking Union. – 3. Compliance e behavioral finance. – 4. Compliance e innovazione finanziaria.

1. La naturale tendenza alla riregolazione e al rafforzamento della vigilanza pubblica che segue ai periodi di crisi dei mercati finanziari<sup>1</sup> ha comportato, anche nella materia dei controlli interni delle banche e degli intermediari finanziari, un aumento esponenziale – qualitativo e quantitativo – delle regole in materia di *compliance* bancaria, fino a giungere alle recentissime disposizioni recate dal provvedimento della Banca d'Italia del 2 luglio 2013, che hanno integrato

---

\* Il presente scritto trae spunto da una relazione tenuta al Convegno “*Compliance in Banks. Verso un nuovo sistema dei controlli interni*”, Roma, Associazione Bancaria Italiana, 8 novembre 2013. Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Cfr., al riguardo, CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009; NAPOLITANO *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, in *Giornale dir. amm.*, 2009, 4, pp. 429 ss.; CERA, *Crisi finanziaria, interventi legislativi e ordinamento bancario*, in *Studi in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, II, pp. 1195 ss.

la Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, in tema di vigilanza prudenziale sulle banche.

Tali ultime disposizioni hanno sostanzialmente riscritto le regole sul sistema dei controlli interni, quale elemento fondamentale del complessivo sistema di governo delle banche finalizzato ad assicurare che l'attività aziendale sia improntata a canoni di sana e prudente gestione ed in linea con le strategie e le politiche aziendali. Le nuove disposizioni di vigilanza hanno definito i principi e le linee guida cui il sistema dei controlli interni delle banche si deve uniformare, indicando il ruolo e i compiti degli organi aziendali e le caratteristiche e i compiti delle funzioni aziendali di controllo, fornendo così la cornice generale del sistema dei controlli aziendali. Tale sistema si basa ora, come noto, sull'operare della funzione aziendale di conformità alle norme (*compliance*) e della funzione aziendale di controllo dei rischi (*risk management*), ambedue controlli di secondo livello, nonché sull'operare della funzione aziendale di revisione interna (*internal audit*), quale controllo di terzo livello.

La regolazione in discorso rappresenta l'ultimo stadio di un'evoluzione, abbastanza rapida, della struttura soggettiva del controllo pubblico sulle banche, ove già nello scorso decennio alla vigilanza pubblica si era affiancato un "autocontrollo" degli intermediari, mediante forme più evolute di controllo, basate sui principi della *risk-based supervision*, con il fine di valorizzare l'autonomia e l'imprenditorialità dei soggetti vigilati<sup>2</sup>.

In particolare, al fine di assicurare la sana e prudente gestione delle banche un ruolo fondamentale viene riconosciuto alla loro *internal governance*, in quanto le disposizioni di recepimento di Basilea II, mutuando le *best practices* del mercato, riconoscono la responsabilità di ciascuna banca nel definire il pro-

---

<sup>2</sup> Cfr. VELLA, *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2007, 2, p. 196.

prio profilo di rischio, nella misurazione dei rischi e nella commisurazione dei mezzi patrimoniali necessari all'esercizio della propria attività.

Con riguardo specifico al sistema dei controlli<sup>3</sup>, si è riconosciuta un'ampia autonomia agli intermediari per quanto concerne la strutturazione, nel modo più coerente con la propria complessità, dimensionale e operativa, delle funzioni di controllo dei rischi, di *audit* e di *compliance*, sul presupposto che le modalità di gestione dei rischi sono il frutto di scelte imprenditoriali rimesse alla responsabilità delle banche, spettando ai loro organi aziendali il compito di realizzare il miglioramento del sistema dei controlli e dei relativi processi, dovendo le stesse banche individuare le concrete soluzioni organizzative coerentemente al proprio profilo di operatività e di rischio. L'organo aziendale di controllo si è così avviato a divenire il fondamento del sistema dei controlli, vigilando sull'osservanza delle norme di legge, regolamentari e statutarie, sulla funzionalità del complessivo sistema dei controlli interni nonché sulla corretta amministrazione e sull'adeguatezza degli assetti organizzativi e contabili della banca.

Già le prime disposizioni di vigilanza per le banche in materia di conformità alle norme (*compliance*), emanate dalla Banca d'Italia il 12 luglio 2007 anche sulla scorta delle indicazioni dei *fora* di regolazione sovranazionali<sup>4</sup>, assegnavano a tale nuova funzione<sup>5</sup> il presidio e la gestione del rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni reputazionali in

---

<sup>3</sup> Per cui si confronti, in generale, FERRARINI, *Controlli interni e strutture di governo societario*, in ABBADESSA - PORTALE, *Il nuovo diritto delle società*. Torino, 2007, pp. 3 ss.

<sup>4</sup> Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Compliance and the Compliance function in banks*, Basel, April 2005. Più di recente v. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *The internal audit function in banks*, Basel, June 2012.

<sup>5</sup> Sulla quale si veda, specificamente, FALCONE, *La "compliance" nell'attività bancaria e nei servizi di investimento*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2008, I, 221 ss.; GRECO, *La compliance nelle attività e nei servizi bancari: i problemi aperti*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, pp. 633 ss.; CAPONE, *Regole di organizzazione e controlli interni*, in DEL BENE, *Strumenti finanziari e regole MiFID. Autorità di vigilanza e conflitti di interesse*, Milano, 2009, pp. 443 ss.; DOLMETTA, *Funzione di compliance e vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, pp. 125 ss.



conseguenza di violazioni di norme imperative o di autoregolamentazione (rischio di *compliance*), creando in tal modo una nuova funzione di controllo di secondo livello operante dall'interno della banca<sup>6</sup>.

La nuova disciplina del sistema dei controlli interni e, in particolare, della *compliance* bancaria<sup>7</sup> offre quindi l'occasione per formulare alcune prime rifles-

---

<sup>6</sup> Rileva al riguardo CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 60, che “mentre in precedenza i riscontri di cui trattasi erano circoscritti alla verifica della conformità dell'agere finanziario alle prescrizioni delle leggi dello Stato e dei regolamenti (senza che, da parte del singolo istituto, si rendesse necessaria alcuna opera di interpretazione finalizzata al raccordo della normativa generale alle peculiarità di ciascuna realtà aziendale), al presente l'inserimento *in subiecta materia* di una valutazione soggettiva delle banche è diventato coesistente alle tecniche di una moderna operatività delle medesime, idonea a garantire la regolarità dei comportamenti e, dunque, congrue soluzioni dei problemi posti da una realtà economica in continua evoluzione.”

<sup>7</sup> Secondo le nuove disposizioni di vigilanza (BANCA D'ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013, 21), “il rischio di non conformità alle norme è il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite finanziarie rilevanti o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme imperative (leggi, regolamenti) ovvero di autoregolamentazione (ad es., statuti, codici di condotta, codici di autodisciplina). Poiché il rischio di non conformità alle norme è diffuso a tutti i livelli dell'organizzazione aziendale, soprattutto nell'ambito delle linee operative, l'attività di prevenzione deve svolgersi in primo luogo dove il rischio viene generato: è pertanto necessaria un'adeguata responsabilizzazione di tutto il personale. La funzione di conformità alle norme presiede, secondo un approccio *risk based*, alla gestione del rischio di non conformità con riguardo a tutta l'attività aziendale, verificando che le procedure interne siano adeguate a prevenire tale rischio. A tal fine, è necessario che la funzione di conformità alle norme abbia accesso a tutte le attività della banca, centrali e periferiche, e a qualsiasi informazione a tal fine rilevante, anche attraverso il colloquio diretto con il personale. I principali adempimenti che la funzione di conformità alle norme è chiamata a svolgere sono: l'ausilio alle strutture aziendali per la definizione delle metodologie di valutazione dei rischi di non conformità alle norme; l'individuazione di idonee procedure per la prevenzione del rischio rilevato, con possibilità di richiederne l'adozione; la verifica della loro adeguatezza e corretta applicazione; l'identificazione nel continuo delle norme applicabili alla banca e la misurazione/valutazione del loro impatto su processi e procedure aziendali; la proposta di modifiche organizzative e procedurali finalizzate ad assicurare un adeguato presidio dei rischi di non conformità identificati; la predisposizione di flussi informativi diretti agli organi aziendali e alle strutture coinvolte (ad es.: gestione del rischio operativo e revisione interna); la verifica dell'efficacia degli adeguamenti organizzativi (strutture, processi, procedure anche operative e commerciali) suggeriti per la prevenzione del rischio di non conformità alle norme. Per le norme più rilevanti ai fini del rischio di non conformità, quali quelle che riguardano l'esercizio dell'attività bancaria e di intermediazione, la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza nei confronti della clientela e, più in generale, la disciplina posta a tutela del consumatore, e per quelle norme per le quali non siano già previste forme di presidio specializzato all'interno della banca, la funzione è direttamente responsabile della gestione del rischio di non conformità”.

sioni in materia.

Innanzitutto, considerata la pervasività della nuova disciplina, evidentemente ispirata a un modello di regolazione *rule-based*, l'applicazione delle nuove regole dovrebbe opportunamente avvenire sulla scorta di una stretta applicazione del criterio di proporzionalità dell'azione amministrativa rispetto al fine conseguito, come previsto nell'art. 23, comma 2, della legge n. 262 del 2005<sup>8</sup>, onde evitare oneri eccessivi per gli intermediari, avendo riguardo sia alla condizione del soggetto vigilato, sia alla condizione più generale del mercato di riferimento<sup>9</sup>. Ciò, peraltro, secondo una indicazione che non costituisce una novità, in quanto già agli inizi del Novecento Majorana, nel Trattato di Vittorio Emanuele Orlando, ammoniva che "determinare i limiti di tale vigilanza e di tale ingerenza in diritto, cioè quali essi dovrebbero essere, *de jure condendo*, non si può con una formula unica, perché bisogna anzitutto, e sempre, tener conto delle condizioni speciali in cui si trovino il credito e le banche, e in particolar modo della situazione dello Stato riguardo ai medesimi. E' naturale che la vigilanza e ingerenza variino, a seconda dei rapporti medesimi"<sup>10</sup>. In sintesi, "al proporzionare la vigilanza ... non deve essere estranea la condizione degli istituti da vigilare"<sup>11</sup>.

E' compito precipuo del regolatore, pertanto, cercare di formulare regole "di qualità", che possano trovare chiara e concreta applicazione. In questo sen-

---

<sup>8</sup> Cfr. GUARRACINO, *L'adozione degli atti di regolazione delle autorità del mercato bancario, finanziario, assicurativo e previdenziale*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I, p. 246.

<sup>9</sup> Secondo le stesse disposizioni di vigilanza (BANCA D'ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013, 2), "le banche applicano le disposizioni secondo il principio di proporzionalità, cioè tenuto conto della dimensione e complessità operative, della natura dell'attività svolta, della tipologia dei servizi prestati".

<sup>10</sup> Cfr. MAJORANA, *Il credito e le banche*, in *Primo Trattato completo di Diritto amministrativo*, a cura di V.E. Orlando, Vol. VII, Milano, Società Editrice Libreria, 1915, p. 598.

<sup>11</sup> Cfr. MAJORANA, *Il credito e le banche*, *op. cit.*, p. 600.

so, occorre evitare che *bad laws* comportino esse stesse, per difficoltà di applicazione, un *legal risk*, che la funzione di *compliance* dovrebbe servire ad evitare. Infatti, come ci ricorda McCormick, “bad laws, which may threaten the reliability of bargains entered into in good faith or exposed honest businesses to unacceptable hazards, cause risks to arise (often termed “legal risks”) which, ultimately, can drive markets away. Although, as we shall see, the financial markets will tolerate a degree of legal risk, it is rarely welcomed and generally only accepted, grudgingly, if it is unavoidable. The need to be vigilant in this area has only been intensified by the Crisis as new laws have been enacted, in some cases as a matter of urgency, in response to issues raised by it. Few would dispute that these laws are needed but some of them have a radical effect on the legal risks faced by banks, their shareholders and contractual counterparties”<sup>12</sup>.

Le tendenze regolatorie che emergono dalla nuova disciplina dei controlli interni e della funzione di *compliance* prevedono quindi, innanzitutto, un presidio dedicato alla gestione dei rischi posto a livello CEO-1, influente sulle decisioni aziendali, indipendente e con accesso diretto agli organi di supervisione strategica e di controllo<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Cfr. McCORMICK, *Legal Risk in the Financial Markets*, Oxford, Oxford University Press, 2010, p. 4.

<sup>13</sup> Le nuove disposizioni di vigilanza (BANCA D’ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013, 6-7), sottolineano come “il sistema dei controlli interni riveste un ruolo centrale nell’organizzazione aziendale: rappresenta un elemento fondamentale di conoscenza per gli organi aziendali in modo da garantire piena consapevolezza della situazione ed efficace presidio dei rischi aziendali e delle loro interrelazioni; orienta i mutamenti delle linee strategiche e delle politiche aziendali e consente di adattare in modo coerente il contesto organizzativo; presidia la funzionalità dei sistemi gestionali e il rispetto degli istituti di vigilanza prudenziale; favorisce la diffusione di una corretta cultura dei rischi, della legalità e dei valori aziendali. Per queste caratteristiche, il sistema dei controlli interni ha rilievo strategico; la cultura del controllo deve avere una posizione di rilievo nella scala dei valori aziendali: non riguarda solo le funzioni aziendali di controllo, ma coinvolge tutta l’organizzazione aziendale (organi aziendali, strutture, livelli gerarchici, personale), nello sviluppo e nell’applicazione di metodi, logici e sistematici, per i-

Un tratto importante della nuova disciplina consiste nella prescrizione di sviluppare modelli che consentano di misurare in modo oggettivo i rischi, affiancandoli però con decisori umani capaci di apportare le loro esperienze e competenze acquisite sul campo: in altri termini, alla scienza dei modelli va necessariamente affiancata l'arte dei decisori, per evitare decisioni "ottuse", basate su meri elementi quantitativi.

Infine, cogliendo l'auspicio che proviene dai cultori delle scienze aziendali, si dovrebbero utilizzare gli esiti dell'attività di *compliance* anche in funzione della *performance* aziendale, per gestire al meglio il verificarsi dei rischi in un'ottica di produttività continua e di creazione di valore. Come è stato sottolineato, infatti, "la *compliance risk governance* non si distingue dalle altre funzioni aziendali preposte alla gestione e al controllo dei rischi, se non per la *mission* che la contraddistingue, che consiste nel prevenire e gestire il rischio di non conformità alle norme in modo da preservare il buon nome della banca e la fiducia del pubblico nella sua correttezza operativa e gestionale e contribuire alla creazione di valore aziendale ... Nell'attuale scenario concorrenziale e di rischio, la capacità di orientare efficacemente politiche e procedure di gestione dei rischi a supporto delle strategie aziendali e dell'utilizzo ottimale del capitale è divenuta sempre più fattore critico di successo per gli intermediari; è essenziale ai fini della creazione del valore"<sup>14</sup>.

Un problema da affrontare in sede di prima applicazione delle nuove disposizioni di vigilanza consisterà, poi, nel coordinare i diversi organi di controllo ivi previsti, innanzitutto tra loro stessi e, quindi, con gli organi di gestione dell'impresa bancaria, al fine di evitare sovrapposizioni e *gap* nei flussi informa-

---

dentificare, misurare, comunicare, gestire i rischi".

<sup>14</sup> Cfr. TARANTOLA, *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie*, CETIF – Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 4 ottobre 2007, pp. 9-10.

tivi<sup>15</sup>. Occorre, quindi individuare la corretta “relationship between compliance, on one side, and internal audit and risk management on the other”, ragionare “on the positioning of compliance within the internal control system” nonché sull’identificazione “of the roles and responsibilities of the main functions involved in the internal controls system, in order to define organizational models characterized by complementarity of interventions and thus oriented towards the objectives of effectiveness and efficiency”<sup>16</sup>. Sarà quindi importante coordinare all’interno dell’impresa bancaria (ovvero anche del gruppo) le diverse funzioni di controllo, cercando di definirne con precisione gli ambiti della rispettiva operatività.

Qualora, poi, venisse regolata la separazione fra l’attività di banca commerciale e l’attività di *investment banking*, secondo le note indicazioni del Rapporto *Liikanen*<sup>17</sup>, al fine di rafforzare il ruolo delle banche nel finanziamento dell’economia reale, di salvaguardare i depositi della clientela e di evitare il rischio di *moral hazard*<sup>18</sup>, si dovrà evidentemente concretizzare quella tendenza, ancora timida, a individuare forme di *compliance* diversificate in ragione del diverso grado di rischiosità delle attività esercitate.

Considerata, infine, l’estensione del perimetro della *compliance* fino alla verifica del rispetto della normativa fiscale<sup>19</sup>, occorre sul punto – data l’estrema

---

<sup>15</sup> Cfr. LEMBO, *Prime considerazioni sui nuovi rapporti tra la compliance e le altre funzioni aziendali in termini di ripartizione di competenze*, in *Riv. dir. banc.*, settembre 2013.

<sup>16</sup> Cfr. BIRINDELLI - FERRETTI, *Compliance function in Italian banks: organizational issues*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 21, 2013, p. 3.

<sup>17</sup> High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Bruxelles, 2 October 2012.

<sup>18</sup> Cfr., in tema, CLANDRA - BONAURA, *L’attività degli intermediari finanziari nella regolamentazione sovranazionale*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2013, 1.

<sup>19</sup> Secondo le nuove disposizioni di vigilanza (BANCA D’ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013, 22), “con riferimento ad altre normative per le quali siano già previste forme specifiche di presidio specializzato (ad es.: normativa sulla sicurezza sul lavoro, in materia di trattamento dei dati personali), la banca, in base a una valutazione dell’adeguatezza dei controlli spe-

tecnicità dell'attività posta in essere dall'impresa bancaria in sede di dichiarazione del reddito e di definizione della propria posizione nei confronti delle Autorità fiscali, anche estere<sup>20</sup> – evitare sovrapposizioni o duplicazioni di tale attività<sup>21</sup>, foriere anche di errori<sup>22</sup>. Non è un caso che anche il disegno di legge A.S. n. 1058, recante la “Delega al Governo recante disposizioni per un sistema fiscale più equo, trasparente e orientato alla crescita”, all’art. 6 deleghi appunto il Governo ad introdurre norme che prevedano forme di comunicazione e di cooperazione rafforzata, anche in termini preventivi rispetto alle scadenze fiscali, tra le imprese e l'amministrazione finanziaria, nonché, per i soggetti di maggiori

---

cialistici a gestire i profili di rischio di non conformità, può graduare i compiti della *compliance*, che comunque è responsabile, in collaborazione con le funzioni specialistiche incaricate, almeno della definizione delle metodologie di valutazione del rischio di non conformità e della individuazione delle relative procedure, e procede alla verifica dell'adeguatezza delle procedure medesime a prevenire il rischio di non conformità. La banca può adottare tale approccio anche con riferimento al presidio del rischio di non conformità alle normative di natura fiscale, che richiede almeno: (I) la definizione di procedure (2) volte a prevenire violazioni o elusioni di tale normativa e ad attenuare i rischi connessi a situazioni che potrebbero integrare fattispecie di abuso del diritto, in modo da minimizzare le conseguenze sia sanzionatorie, sia reputazionali derivanti dalla non corretta applicazione della normativa fiscale; (II) la verifica dell'adeguatezza di tali procedure e della loro idoneità a realizzare effettivamente l'obiettivo di prevenire il rischio di non conformità”.

<sup>20</sup> Con riguardo al miglioramento della *compliance* fiscale internazionale, vanno ricordati i lavori attualmente in corso sull'applicazione del *Foreign Compliance Account Tax Act* (FATCA), adottato dagli Stati Uniti il 18 marzo 2010, che introduce obblighi dichiarativi per le istituzioni finanziarie estere (*Foreign Financial Institutions*) in relazione a determinati conti.

<sup>21</sup> Sul punto osserva LEMBO, *Prime considerazioni sui nuovi rapporti tra la compliance e le altre funzioni aziendali in termini di ripartizione di competenze*, cit., 2, come “sul presidio del rischio fiscale, alla *Compliance* vengono assegnati - quale funzione di secondo livello – la gestione ed il presidio del rischio di non conformità. Ciò non significa tuttavia, secondo la lettura che si ritiene di gran lunga preferibile, che la funzione fiscale debba entrare *tout court* all'interno della *Compliance* con un mero spostamento nell'organigramma di un ufficio (se già esistente) posto al di fuori di detta funzione; sembra, invece, utile e maggiormente funzionale - anche nell'ottica del rispetto del principio di proporzionalità – che la *Compliance* debba definire processi e presidi finalizzati a prevenire ed evitare violazioni della normativa (evasione ed elusione comprese) il tutto con particolare riferimento al rischio di incappare in ipotesi di abuso di diritto e di operazioni fiscalmente non corrette con la clientela”.

<sup>22</sup> Soprattutto a seguito della recente evoluzione giurisprudenziale che ha portato a configurare, in materia tributaria, il cosiddetto abuso del diritto: cfr., *ex multis*, URICCHIO, *Spunti critici e ricostruttivi sull'errata commistione di simulazione ed elusione nell'onnivoro contenitore detto “abuso del diritto”*, in *Riv. dir. trib.*, 2010, II, pp. 349 ss.; TOMA, *La discrezionalità dell'azione amministrativa in ambito tributario*, Padova, 2012; BEGHIN, *L'elusione fiscale e il principio del divieto di abuso del diritto*, Padova, 2013.

dimensioni, la previsione di sistemi aziendali strutturati di gestione e di controllo del rischio fiscale, con una “chiara attribuzione di responsabilità nel quadro del complessivo sistema dei controlli interni”.

Al riguardo, si può anche ricordare che le nuove disposizioni di vigilanza consentono espressamente alle banche, se in linea con il principio di proporzionalità, di esternalizzare specifici controlli che richiedono conoscenze professionali specializzate, in aree operative di contenute dimensioni o rischiosità<sup>23</sup>.

2. Il passaggio dalla vigilanza nazionale armonizzata alla *Banking Union*<sup>24</sup>, se da un lato costituisce un’opportunità per il futuro della costruzione europea, che riconosce la centralità della tecnica nella definizione delle misure necessarie ad affrontare con successo le avversità della fase attuale<sup>25</sup>, rappresenta tuttavia anche una sfida per un’applicazione uniforme del sistema dei controlli interni e per l’esercizio della funzione di *compliance* nei vari Paesi membri dell’Unione.

Il funzionamento in concreto del *Single Supervisory Mechanism*<sup>26</sup> si dovrà infatti, almeno nella fase iniziale, confrontare con “various substantial obstacles, such as wide cultural diversity (giving room to different methodological approaches that are difficult to reconcile), and also conflicting interests between the different EU countries may hinder the achievement of the objectives”<sup>27</sup>.

Vi è quindi la necessità che la regolamentazione tenda ad uniformare pro-

---

<sup>23</sup> Cfr. BANCA D’ITALIA, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013, p. 31.

<sup>24</sup> Per riprendere il titolo del recente studio di MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d’Italia, n. 73, Roma, 2013.

<sup>25</sup> Come sottolinea CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L’UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013.

<sup>26</sup> Cfr. NAPOLETANO, *La risposta europea alla crisi del debito sovrano: il rafforzamento dell’Unione economica e monetaria. Verso l’Unione bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, pp. 747 ss.

<sup>27</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, 2, I, p. 12

fili e stili di vigilanza differenti, attualmente adottati dalle varie Autorità dei Paesi membri nel rapporto con i soggetti vigilati, pure in presenza di regole e caratteristiche dei sistemi finanziari molto diverse tra loro. Con precipuo riferimento al sistema dei controlli interni, vi sarà la necessità di adottare uno stile di vigilanza unico nell'Unione bancaria, per assicurare un *level playing field* nelle relazioni tra Autorità di controllo e intermediari controllati.

Occorre, pertanto, un cambio di passo rispetto alle azioni istituzionali finora messe in atto, se solo si pensa, fra l'altro, che ancora nel 2009, dopo molti anni dall'entrata in vigore della prima direttiva europea sulle banche, il Rapporto *de Larosière* poteva evidenziare come permanessero rilevanti differenze fra le normative di recepimento adottate dai legislatori nazionali, le azioni di vigilanza fossero ancora disomogenee da Stato a Stato e il grado di convergenza fra le prassi di vigilanza seguite dalle varie Autorità nazionali fosse ancora insufficiente, con la crisi sopravvenuta che ha poi causato un'ulteriore riduzione della cooperazione fra le Autorità di vigilanza nazionali<sup>28</sup>.

3. Il rafforzamento della funzione di *compliance* nelle banche rende opportuno dedicare qualche cenno al ruolo che può essere riconosciuto alla stessa funzione nell'ambito del relativamente recente approccio della letteratura economico-finanziaria consistente nella cosiddetta finanza comportamentale (*behavioural finance*), che studia il comportamento degli individui di fronte alle scelte di investimento nei mercati finanziari, comportamento spesso caratterizzato da razionalità limitata (*bounded rationality*) e irrazionalità (*irrationality*)<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> Lo ricorda MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, cit., p. 9, richiamando il *Report of The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruxelles, 25 febbraio 2009, pp. 167-189.

<sup>29</sup> Cfr., *ex multis*, SLEIFHER, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Clarendon Lectures in Economics, Oxford, Oxford University Press, 2000; RIGHINI, *Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano, F.



Al riguardo, si osserva come “the behavioral view of the financial market points out that over-optimism, anchoring, hubris and herd behavior are human attributes, and that future crises involving excessive credit extension will occur because of such non-rational behavior. Responses to these elements of the crisis focus on ... inadequate financial institution management due to hubris and herd behavior”<sup>30</sup>. In termini di rimedi, pertanto, “practitioners must recognize the realities of overconfidence and herd behavior, to design better management that will constrain overextension of credit and excessive risk-taking”<sup>31</sup>.

Ove si concordi con tale impostazione, la funzione di *compliance* dovrebbe essere configurata come presidio procedurale di garanzia in funzione deterrente e di contrasto all'adozione anche dei comportamenti irrazionali degli esponenti aziendali, oltre che dei comportamenti illeciti, in quanto contrari a regole cogenti. Se questa dovesse divenire, come appare auspicabile, una linea di tendenza della regolazione in materia, potrebbe risultare tuttavia non semplice individuare parametri certi e predeterminati per una valutazione dell'irrazionalità dei comportamenti, che spesso si concreta in un mero giudizio *ex post* su scelte precedentemente effettuate.

4. La configurazione di un adeguato sistema di controlli interni e di *compliance* va coniugato poi con l'esigenza di non impedire, ostacolare o, se non altro, ritardare l'innovazione finanziaria connaturata al settore bancario, che adeguata la struttura finanziaria alle evoluzioni del mercato e alle esigenze degli operatori, creando nuovi strumenti, mercati e intermediari, individuando nuovi e maggiormente efficienti canali di trasmissione del risparmio alle necessità di fi-

---

Angeli, 2012; MORERA - VELLA, *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2012, p. 1.

<sup>30</sup> Cfr. GROSSE, *Bank regulation, governance and the crisis: a behavioral finance view*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 20, 2012, 1, p. 4.

<sup>31</sup> Cfr. GROSSE, *Bank regulation, governance and the crisis: a behavioral finance view*, *op. cit.*

nanziamento degli investimenti<sup>32</sup>.

Riflettendo a questo riguardo, l'*European Banking Authority* suggerisce che "an institution must have in place a well-documented *New product approval policy* (NPAP), approved by the management body, which addresses the development of new markets, products and services and significant changes to existing ones. The NPAP should set out the main issues to be addressed before a decision is made. These should include regulatory compliance, pricing models, impacts on risk profile, capital adequacy and profitability, availability of adequate front, back and middle office resources and adequate internal tools and expertise to understand and monitor the associated risks [...] A new activity should not be undertaken until adequate resources to understand and manage the associated risks are available"<sup>33</sup>.

Tale indicazione di *policy*, che pure non si è ancora tradotta in disposizioni di carattere normativo cogente, è stata comunque accolta già nell'organizzazione di alcuni grandi intermediari bancari, che hanno istituito il cosiddetto *New Product Committee* (NPC), il quale dovrebbe rappresentare uno strumento di *internal governance* finalizzato a promuovere l'innovazione all'interno dell'azienda in modo consapevole e responsabile. Il NPC dovrebbe comprendere membri permanenti (*risk, compliance, legal, fiscal, IT, business conduct, remuneration, finance*) e membri designati di volta in volta di concerto con il *business sponsor*. Il *chairman* del NPC, pienamente indipendente, dovrebbe essere re-

---

<sup>32</sup> Cfr. RUOZI, *L'innovazione finanziaria: aspetti teorici, modalità di creazione e di diffusione*, in *Finanza, marketing e produzione*, 1985, 4, pp. 25 ss.; PREDÀ, *L'innovazione finanziaria in Italia*, Milano, 1986; AA.VV., *L'innovazione finanziaria. Gli amici in memoria di Gabriele Berrionne*, Milano, 2003; BRESCIA MORRA, *Innovazione nei prodotti finanziari e ordinamento del credito*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, I, pp. 551 ss.; DE CARLI, *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012; ONADO, «Smoke gets in your eyes». *L'innovazione finanziaria e l'informazione: storie di «fallimenti» del mercato e dei regolatori*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 1, pp. 35 ss.

<sup>33</sup> Cfr. EBA, *Guidelines on Internal Governance*, September 2011, Title III, Section 23 (pp. 1, 3).

sponsabile della decisione finale.

Affinché tale nuovo organo si inserisca con efficacia nel sistema di governo e controllo dell'impresa bancaria, occorre individuare quale sia il corretto ruolo da assegnare ad esso. Come si è considerato, infatti, "the NPC could be a useful tool to deal with several problems provided that: it is not considered a further add-on to the already overcharged internal governance structure of the banks; its role is interpreted as an internal, critical, holistic assessment of potential undesirable risks - for the entity and for the contractual counterparts - of innovative products or activities; the assessment involves various areas of the bank. The final aim of the NPC framework is to enhance the staff's and the Board's accountability and legal responsibilities"<sup>34</sup>.

Al riguardo, quindi, non potrebbe escludersi l'opportunità di individuare con chiarezza le funzioni di tale nuovo organo, indicando nel contempo le linee di coordinamento con gli altri organi di gestione e controllo, anche mediante un'eventuale integrazione delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" del 4 marzo 2008 e delle relative linee applicative del gennaio 2012.

**Domenico Siclari**

*Professore Associato di Diritto dell'Economia  
nell'Università "La Sapienza" di Roma*

---

<sup>34</sup> Cfr. GOLA - ILARI, *Financial innovation oversight: a policy framework*, Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)*, September 2013, p. 23.



## IL MECCANISMO UNICO DI VIGILANZA SUGLI ENTI CREDITIZI TRA DIRITTO PRIMARIO E RIFORMA DEI TRATTATI\*

**ABSTRACT:** *The establishment of the Single Supervisory Mechanism, as well as the setting-up of the EBA and the other ESAs in the past, has occurred without changing the European treaties. However, the use of Articles 114 and 127 TFEU has shown limits and restrictions and aroused, in some respects, perplexity. We analyze here some of these issues and the main characteristics of the systems that are based on them, with particular reference to the SSM. The banking union can be a stimulus and an example for an even stronger integration, but in such a case it will be necessary to address the issues of the adjustment of the Treaties and of the most appropriate form to keep the new functions centralized within the circuit of the democratic accountability.*

**SOMMARIO:** 1. L'approvazione definitiva dei regolamenti per l'istituzione del Meccanismo di vigilanza unico o SSM. - 2. La giustificazione razionale e la ragione politica dell'intervento legislativo, l'utilizzo diretto del MES per la ricapitalizzazione delle banche e una prima dichiarazione di impegno a discutere della modifica dei Trattati. - 3. Il ricorso all'art. 114 del TFUE per l'istituzione dell'EBA e le relative perplessità. - 4. Il ricorso all'art. 127, § 6, del TFUE per l'affidamento alla BCE di compiti specifici in materia di politiche di vigilanza prudenziale e i relativi limiti - 5. Il problema dell'esclusione delle imprese di assicurazione (cenni). - 6. I vincoli derivanti dal diritto primario e la natura compromissoria dello SSM: ancora sulla partecipazione degli Stati che non hanno l'euro come moneta e gli accordi di cooperazione stretta. - 7. La ripartizione di funzioni all'interno dello SSM tra la BCE e le autorità nazionali degli Stati partecipanti. - 8. Conclusioni.

---

\* Contributo approvato dai revisori.

1. Con l'approvazione finale dei testi legislativi da parte del Consiglio<sup>1</sup> nella riunione Ecofin del 15 ottobre 2013 e la successiva pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, hanno trovato conclusione i due procedimenti avviati dalla Commissione europea, circa un anno prima<sup>2</sup>, per l'adozione di un regolamento volto ad introdurre un meccanismo unico di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi (*Single supervisory mechanism* o SSM, come più brevemente lo si chiamerà nel corso di questo lavoro), attraverso il conferimento di specifici compiti in materia di vigilanza alla BCE, e di un parallelo regolamento di modifica del regolamento n. 1039/10 istitutivo dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* o EBA, sigla che si userà in seguito), che si è reso necessario a fini di coordinamento e bilanciamento col nuovo sistema.

Si tratta del regolamento (UE) del Consiglio n. 1024 del 15 ottobre 2013 (d'ora innanzi "reg. SSM")<sup>3</sup> e, rispettivamente, del regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1022 del 22 ottobre 2013<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> I testi approvati sono, rispettivamente, quello riformulato in data 1° luglio 2013, per quanto riguarda la attribuzione alla BCE di compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (documento n. 9044/13, disponibile sul sito internet del Consiglio), e quello riformulato in data 13 settembre 2013, a seguito dell'ultimo passaggio parlamentare, per ciò che concerne la modifica del regolamento istitutivo dell'Autorità bancaria europea con riferimento alle sue interazioni col predetto regolamento (documento n. PE-COS 22/13, del pari disponibile sul sito internet del Consiglio).

L'approvazione dei due testi è avvenuta senza discussioni, secondo quanto riferito nel comunicato stampa (*Council approves single supervisory mechanism for banking*, presse 389, Luxembourg, 15 October 2013).

<sup>2</sup> Cfr. *Proposta di regolamento del Consiglio che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi*, COM(2012) 511 definitivo, Bruxelles, 12 settembre 2012; nonché la *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea) per quanto riguarda l'interazione di detto regolamento con il regolamento (UE) che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi*, COM(2012) 512 definitivo, Bruxelles, 12 settembre 2012.

<sup>3</sup> Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 63 ss.

<sup>4</sup> Regolamento (UE) n. 1022/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013, recante modifica del regolamento (UE) n. 1093/2010, che istituisce l'Autorità europea di vigi-

Il testo dei due regolamenti, una volta concordato all'esito dei negoziati in sede interistituzionale, era stato portato all'esame del Parlamento europeo in seduta plenaria dapprima il 22 maggio 2013 e, quindi, sottoposto al voto finale in quella del 12 settembre 2013; in questo lasso di tempo sono stati rimossi i residui ostacoli alla loro adozione, consistenti, da un lato, nella necessità che il Bundestag ed il Bundesrat autorizzassero il rappresentante tedesco nel Consiglio ad approvarli<sup>5</sup> e, dall'altro, dalla ricerca tra il Parlamento europeo e la BCE di un accordo sulla responsabilità democratica e sulla supervisione sull'esercizio dei compiti attribuiti alla BCE nel quadro del meccanismo di vigilanza unico. Quest'ultimo riguardava un tema di grande rilievo per il Parlamento europeo<sup>6</sup> e il fatto che uno dei regolamenti andasse adottato con procedura legislativa ordinaria (l'ex procedura di codecisione), segnatamente quello di modifica del regolamento EBA, ha conferito all'Assemblea un potere di decisione o, se si preferisce, d'interdizione che, data l'unità sostanziale del pacchetto legislativo, si è naturalmente riflesso anche sull'adozione del regolamento SSM, formalmente soggetto alla sola consultazione del Parlamento<sup>7</sup>.

Acquisito tra giugno e luglio l'assenso del parlamento tedesco e concor-

---

lanza (Autorità bancaria europea), per quanto riguarda l'attribuzione di compiti specifici alla Banca centrale europea ai sensi del regolamento del Consiglio (UE) n. 1024/2013, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 287 del 29 ottobre 2013, pp. 5 ss.

<sup>5</sup> Cfr. BVerfGE 123, p. 267.

<sup>6</sup> Come si ricorda nella relazione sulla conclusione dell'accordo interistituzionale presentata nella seduta plenaria del Parlamento europeo del 9 ottobre 2013, il giorno successivo all'adozione da parte della Commissione delle due proposte di regolamento per l'istituzione del meccanismo unico di sorveglianza e la parallela modifica del reg. 1093/2010, il Parlamento europeo aveva votato una risoluzione sulle "Proposte concernenti un'unione bancaria europea (UBE)", sottolineando «che ogni importante novità in materia di vigilanza, compreso il trasferimento di competenze ad altre istituzioni, deve essere accompagnato da un aumento della trasparenza e responsabilità di tali istituzioni dinanzi al Parlamento, che dovrà godere di pieni diritti di interrogazione e di pieni poteri in relazione alle procedure di nomina e di bilancio» (risoluzione del Parlamento europeo del 13 settembre 2012 "Verso un'Unione bancaria" (2012/2729(RSP)).

<sup>7</sup> Sia consentito, per ulteriori osservazioni, di rinviare a GUARRACINO, *Role and powers of the ECB and of the EBA in the perspective of the forthcoming single supervisory mechanism*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, vol. 1, part. 2, p. 186.

data con la BCE una minuta di accordo lo stesso 12 settembre<sup>8</sup>, il Parlamento europeo ha espresso il parere conclusivo sul regolamento SSM e approvato la sua posizione finale sul regolamento di modifica dell'EBA, conformemente a quanto richiesto dalle due diverse procedure legislative.

Peraltro, già dopo il passaggio parlamentare del maggio 2013 era ormai chiaro quale sarebbe stato il contenuto principale dei due provvedimenti.

Ciò ha reso possibile, già prima della loro approvazione, lo svolgimento delle prime riflessioni<sup>9</sup> sul nuovo sistema di vigilanza unificata.

---

<sup>8</sup> Alla minuta dell'accordo fanno riferimento i presidenti delle due istituzioni in una dichiarazione congiunta di supporto del 12 settembre 2013 in occasione del voto del Parlamento europeo sulla proposta del regolamento SSM ed allegata alla risoluzione adottata dal Parlamento medesimo (P7\_TA(2013)0372).

Il suo testo ("accordo interistituzionale tra il Parlamento europeo e la Banca centrale europea sulle modalità pratiche dell'esercizio della responsabilità democratica e della supervisione sull'esecuzione dei compiti attribuiti alla Banca centrale europea nel quadro del meccanismo di vigilanza unico") è stato approvato dal Parlamento europeo nella seduta plenaria del 9 ottobre 2013 (P7\_TA(2013)0404).

L'accordo interistituzionale prevede, come sintetizza la relazione citata (*supra*, nota 6), che il controllo parlamentare sull'esercizio dei compiti di vigilanza della BCE si realizzi attraverso regolari scambi di opinioni con la commissione parlamentare competente, discussioni orali a porte chiuse con l'Ufficio di Presidenza della commissione medesima ed un migliore accesso alle informazioni, comprese le parti non riservate dei verbali del consiglio di vigilanza; esso garantisce anche una piena collaborazione tra le due istituzioni nel quadro di indagini e prevede un controllo parlamentare sulla procedura di selezione del presidente del consiglio di vigilanza.

<sup>9</sup> Cfr., *ex ceteris*, i contributi apparsi nel già citato numero della *Law and Economics Yearly Review*, 2013, vol. 1, part. 2 (CAPRIGLIONE, *European Banking union. A challenge for a more united Europe*; MICOSSI, *Banking union in the making*; LENER e RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision. The difficult coordination between EU and Member States*; TROIANO, *The new institutional structure of EBA*; MEZZACAPO, *Towards a new regulatory framework for a banking recovery and resolution in the EU*; oltre al predetto GUARRACINO, *Role and powers of the ECB and of the EBA* cit.), nonché VERHELST, *Assessing the Single Supervisory Mechanism: Passing the Point of No Return for Europe's Banking Union*, Egmont Paper 58, June 2013, Academia Press, Gent; FERRARINI - CHIARELLA, *Common Banking Supervision in the Eurozone: Strengths and Weaknesses* (August 1, 2013), ECGI - Law Working Paper No. 223/2013; TROEGER, *The Single Supervisory Mechanism – Panacea or Quack Banking Regulation?* (August 16, 2013). SAFE Working Paper No. 27; MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 73, settembre 2013, Roma.

Per un punto di vista istituzionale, cfr. *European Single Supervisory Mechanism for banks – a first step on the road to a banking union*, in *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, July 2013, pp. 13 ss.



E' prevedibile che col tempo l'attenzione degli studiosi sarà progressivamente attratta dai singoli problemi interpretativi che l'applicazione delle nuove regole probabilmente metterà in luce.

Intanto, però, sembra ancora il tempo per qualche osservazione di carattere più generale.

2. Sul piano concettuale, la giustificazione della creazione di un sistema unificato di vigilanza europea sugli enti creditizi è abbastanza semplice.

Infatti, se si vuole realmente costruire un insieme comune di norme a livello europeo, occorre anche provvedere ad affiancarvi un soggetto o un meccanismo che ne garantisca, in maniera efficace e non fittizia, un'applicazione quanto più possibile omogenea nei diversi Stati membri.

La creazione di un corpo di regole formalmente unitario (non solo a livello di legislazione quadro, ma di dettaglio, del che si è occupata la riforma del sistema di regolamentazione del 2010), valido e coerente per l'intero mercato europeo, rischierebbe, infatti, di perdere gran parte della sua utilità se, nella fase della sua applicazione concreta, supervisione e vigilanza dovessero restare di esclusiva competenza nazionale.

Ogni enunciato normativo è soggetto ad attività ermeneutica, non fosse altro perché bisognoso di essere confrontato con l'insieme di regole in cui viene a inserirsi, e ogni disposizione è vivificata dalla sua pratica interpretativa.

Le indicazioni, gli orientamenti, la prassi dell'autorità che è investita del compito di sovrintendere alla corretta applicazione della norma concorrono alla concretizzazione della regola giuridica, il cui destinatario ultimo sarà natural-

---

Per un'indagine di più ampio respiro, cfr. CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013.

Un convegno sul tema "Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri" è stato organizzato dalla Banca d'Italia il 16 settembre 2013, i cui atti sono in via di pubblicazione.

mente indotto a conformarsi all'indirizzo dell'autorità nazionale alla cui potestà si trova ad essere soggetto.

La conseguente frammentazione del diritto europeo vivente che può così venire a determinarsi tra i vari Stati membri può essere, altresì, aggravata da un elemento che, non ignoto ad altri ordinamenti giuridici, sfiora il paradosso nell'esperienza dell'U.E.: il fatto che la legislazione europea è redatta in oltre venti lingue ufficiali diverse, aventi il medesimo valore giuridico, con i relativi problemi di possibili discrasie nei testi, sempre in agguato, e di ricerca di metodi per superarle concretamente percorribili<sup>10</sup>.

Peraltro, passando ad altro piano, è chiaro che questa auspicabile rispondenza tra unità di regole e unità di controllo(re) non avrebbe potuto dare luce a un sistema di vigilanza europea, se la necessità imposta dall'ultima più grave fase della crisi finanziaria, divenuta crisi economica e sociale, non fosse intervenuta a vincere le resistenze degli Stati nei confronti di un'ulteriore, rilevante cessione di sovranità nazionale in favore di un'istituzione dell'Unione.

La rapida approvazione dei nuovi regolamenti europei, infatti, non è stato

---

<sup>10</sup> Secondo una giurisprudenza costante della Corte di giustizia, la necessità che la legislazione dell'Unione sia interpretata in modo uniforme esclude che, in caso di dubbio, il testo di una disposizione sia considerato isolatamente, e impone, invece, che esso venga interpretato e applicato alla luce dei testi redatti nelle altre lingue ufficiali (v., in tal senso, *ex ceteris*, sentenze 2 aprile 1998, causa C-296/95, EMU Tabac e a., Racc. pag. I-1605, punto 36; 17 giugno 1998, causa C-321/96, Mecklenburg, Racc. pag. I-3809, punto 29; 20 novembre 2008, causa C-375/07, Heuschen & Schrouff Oriental Foods Trading, Racc. pag. I-8691, punto 46); inoltre, in caso di difformità tra le diverse versioni linguistiche di un testo dell'Unione, la disposizione di cui trattasi deve essere intesa in funzione del sistema e della finalità della normativa di cui fa parte (cfr. sentenze 9 marzo 2000, causa C-437/97, EKW e Wein & Co., Racc. pag. I-1157, punto 42; 4 ottobre 2007, causa C-457/05, Schutzverband der Spirituosen-Industrie, Racc. pag. I-8075, punto 18, nonché 9 ottobre 2008, causa C-239/07, Sabatauskas e a., Racc. pag. I-7523, punto 39). Tuttavia, è stato giustamente osservato che “interpretare un testo comunitario alla luce delle altre 22 versioni linguistiche appare oggi uno sforzo inverosimile, per non dire un ostacolo insormontabile” (B. Pozzo, *L'interpretazione della Corte del Lussemburgo del testo multilingue: una rassegna giurisprudenziale*, in *Interpretazione e traduzione del diritto. Atti del convegno tenuto a Trento presso la Facoltà di Giurisprudenza il 30 novembre 2007*, a cura di Ioratti Ferrari, Padova, 2008, p. 85, da cui si cita; il saggio è pubblicato anche in *Europa e Linguaggi giuridici*, a cura di B. Pozzo e M. Timoteo, Milano, 2008, pp. 383 ss.).

semplicemente il frutto della consapevolezza, definitivamente acquisita, dell'insufficienza dell'attività di armonizzazione delle regole (sull'accesso all'attività, i requisiti in materia di fondi propri e di liquidità, i controlli e quant'altro) se non associata anche a un'azione di razionalizzazione del sistema di vigilanza, sinora parcellizzato localmente, ma è stato il portato di un'esigenza innanzitutto politica.

Invero, il fallimento dell'esperienza dei collegi di supervisori, nel momento di massimo bisogno di quel coordinamento tra autorità nazionali che avrebbero dovuto assicurare<sup>11</sup>, già aveva condotto nel 2010 ad affidare all'EBA un ruolo nella promozione e monitoraggio del funzionamento efficiente, efficace e uniforme dei collegi medesimi (cfr. l'art. 21 e il *considerando* n. 36 del reg. 1093/10), nonché compiti di mediazione e, in ultima analisi, di decisione per dirimere eventuali controversie tra autorità competenti in situazioni transfrontaliere (cfr. art. 19, §§ 1 e 2; art. 21, § 4, reg. cit.)<sup>12</sup>; ciò senza contare l'attribuzione, più in generale, all'EBA, nei settori non coperti da norme tecniche di regolamentazione o di attuazione, del potere di formulare orientamenti e raccomandazioni per l'applicazione comune, uniforme e coerente del diritto dell'Unione e per istituire prassi di vigilanza uniformi (cfr. art. 16 reg. cit.)<sup>13</sup>.

Tuttavia, anche per questo verso la riforma del 2010 non ha attribuito all'EBA funzioni di vigilanza (salvo conferirle, in casi limite e sotto rigide condi-

---

<sup>11</sup> Per una panoramica sulle disposizioni in materia di vigilanza consolidata sui gruppi e sulle modalità di cooperazione internazionale tra supervisori, con attenzione anche al ruolo dell'EBA, cfr. CIRAIOLO, *Commento all'art. 69*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da F. Capriglione, terza edizione, Padova, 2012, pp. 841 ss. Sulla figura dei collegi di supervisori come modello standard di conduzione delle politiche di vigilanza in tutti i casi in cui in gruppi omogenei insistano componenti internazionali (con specifico riferimento ai conglomerati), cfr. TROIANO, *I conglomerati finanziari. Le forme di vigilanza*, Padova, 2009, p. 256.

<sup>12</sup> Su queste attribuzioni dell'EBA, sia permesso di rinviare a GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea. Sistema delle fonti e modelli teorici*, Milano, 2012, pp. 123 ss.

<sup>13</sup> Sulle funzioni di orientamento e raccomandazione dell'EBA, cfr. ancora GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea* cit., pp. 108 ss.

zioni, poteri di intervento diretto nei confronti dei soggetti vigilati mediante atti impositivi di comportamenti a contenuto positivo o negativo adottati in sostituzione e supplenza delle competenti autorità nazionali<sup>14</sup>: cfr. art. 17, §6, artt. 18 e 19 reg. 1093/10), bensì un compito di armonizzazione amministrativa, allo scopo di prevenire i fenomeni di distorsione della concorrenza e di arbitraggio regolamentare che sono collegati alla diversità delle prassi di vigilanza nazionali.

L'EBA è stata concepita ed istituita essenzialmente come un'autorità di regolazione, essendosi in quell'occasione lasciato in capo alle autorità nazionali la responsabilità della vigilanza corrente sugli enti creditizi per una ragione che (a monte di ogni problema sulla percorribilità giuridica di una opzione diversa) appare molto concreta: perché, come sottolineato dalla Commissione, ciò «riflette[va] il fatto che per il momento i mezzi finanziari destinati al salvataggio degli istituti finanziari provengono dagli Stati membri e dai contribuenti nazionali»<sup>15</sup>.

Una volta, però, che la crisi si è estesa dalle banche ai debiti sovrani in un fenomeno di circolarità negativa bidirezionale<sup>16</sup> tra sistema finanziario e debito pubblico (da un lato, il deterioramento dei conti statali causato dagli impegni per salvare banche domestiche<sup>17</sup>, dall'altro, il fatto che, quando le banche de-

---

<sup>14</sup> Cfr., *amplius*, GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea* cit., pp. 117 ss. e pp. 125 ss.

<sup>15</sup> Cfr. la COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE, "Vigilanza finanziaria europea", COM(2009) 252 definitivo, Bruxelles, 27 maggio 2009, p. 9.

<sup>16</sup> Cfr., per tutti, MERLER – PISANI FERRY, *Hazardous tango: sovereign-bank interdependence and financial stability in the euro area*, in *Public debt, monetary policy and financial stability*, Banque de France, *Financial Stability Review* n. 16, aprile 2012, pp. 201 ss.

Al riguardo, si veda anche quanto si legge nel sesto considerando del regolamento SSM: «in molti casi la stabilità di un ente creditizio è ancora strettamente legata allo Stato membro in cui è stabilito. I dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico, sulle prospettive di crescita economica e sulla solidità degli enti creditizi hanno alimentato tendenze di mercato che si rinforzano a vicenda con possibili conseguenze in termini sia di rischi per la solidità di alcuni enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario nella zona euro e nell'Unione nel suo complesso sia di imposizione di pesanti oneri a carico delle finanze pubbliche già in difficoltà degli Stati membri interessati».

<sup>17</sup> Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea*

tengono quote considerevoli del debito pubblico, eventuali tensioni sul mercato dei titoli di Stato possono facilmente estendersi al sistema bancario nazionale<sup>18</sup>) e si è giunti al punto in cui è parsa in pericolo persino la moneta unica, si è deciso, con tutta la celerità resa possibile dai procedimenti comunitari, d'intervenire sull'allocazione stessa delle funzioni di vigilanza, perché tale intervento è stato ritenuto una preconditione politica imprescindibile per l'implementazione di un meccanismo europeo di aiuto finanziario diretto agli enti creditizi in difficoltà, che, integrando l'intervento dello Stato di pertinenza, consenta di recidere quel circolo vizioso, facendo sì che il costo dei salvataggi percepito dai mercati non si traduca direttamente in dubbi da parte dei mercati sul merito creditizio e, in definitiva, sulla sostenibilità ultima del debito sovrano così appesantito<sup>19</sup>.

Senza dubbio la riforma ha obiettivi di rafforzamento prudenziale, accresce la credibilità del settore di fronte ai mercati e rinsalda la fiducia reciproca tra banche (il cui crollo, paralizzando il credito interbancario, era stato tra le principali cause del contagio nella crisi dei mutui *subprime*). Tuttavia, la creazione di un meccanismo centralizzato di vigilanza sugli enti creditizi di rilevanza sistemica, esteso al perimetro di consolidamento di gruppo per omogeneizzare l'intervento a livello di singolo ente, è stato fortemente voluto per spezzare quel possibile cortocircuito di nazionalità tra controllore e controllato che può opacizzare l'azione del primo e, in tal modo, costituire decisiva remora per una fiscalizzazione a livello europeo degli oneri del salvataggio e risanamento degli istituti bancari: adoperando le parole del dodicesimo considerando del regolamento SSM, il nuovo meccanismo è finalizzato ad assicurare che gli «enti creditizi siano sottoposti ad una vigilanza ottimale sotto il profilo qualitativo e libera

---

*tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, pag. 22; COLOMBINI - CALABRÒ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati. L'insostenibilità del rischio di credito*, Torino, 2011, pag. 111 ss.

<sup>18</sup> Cfr. MERLER – PISANI FERRI, *Hazardous tango*, *op. cit.*, pp. 205 ss.

<sup>19</sup> Cfr. ancora, su questo canale di contagio, MERLER – PISANI FERRI, *Hazardous tango*, *op. cit.*, pp. 204 ss.

da considerazioni estranee all'ottica prudenziale» (enfasi aggiunta).

In definitiva, il sistema di vigilanza unica europea serve anzitutto a costruire quel clima di fiducia tra gli Stati membri sulla qualità e la serietà della vigilanza senza il quale non sarebbe possibile raggiungere un consenso sull'attivazione di forme di ricapitalizzazione diretta degli enti creditizi in difficoltà basato sull'uso di risorse finanziarie messe in comune, ed in primo luogo l'utilizzo diretto del Meccanismo europeo di stabilità (MES o c.d. fondo salvastati, meglio noto come ESM nel suo acronimo inglese) istituito col Trattato firmato a Bruxelles il 2 febbraio 2012 dai (soli) Stati membri dell'area euro<sup>20</sup>.

A questo riguardo si era espressa, al termine della riunione del Consiglio europeo del 28- 29 giugno 2012, la "*Dichiarazione del vertice della zona euro 29 giugno 2012*", asserendo che «una volta istituito, per le banche della zona euro, un efficace meccanismo di vigilanza unico con il coinvolgimento della BCE, il MES potrà avere facoltà, sulla scorta di una decisione ordinaria, di ricapitalizzare direttamente gli istituti bancari»<sup>21</sup>.

Ed in effetti, esattamente un anno dopo, nel corso del Consiglio europeo del 27 – 28 giugno 2013, l'Eurogruppo, raggiunta ormai la concreta prospettiva della rapida approvazione del meccanismo di vigilanza unico, ha concordato i principali aspetti del quadro operativo per la ricapitalizzazione diretta delle ban-

---

<sup>20</sup> La conclusione del Trattato che istituisce il Meccanismo europeo di stabilità trova base giuridica nel terzo paragrafo dell'art. 136 del TFUE, appositamente aggiunto, mediante la procedura di revisione semplificata di cui all'art. 48, § 6, del TUE, con la decisione del Consiglio europeo del 25 marzo 2011 (2011/199/UE), pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea del 6 aprile 2011, L 91, pp. 1 ss.

Il nuovo paragrafo afferma che «Gli Stati membri la cui moneta è l'euro possono istituire un meccanismo di stabilità da attivare ove indispensabile per salvaguardare la stabilità della zona euro nel suo insieme. La concessione di qualsiasi assistenza finanziaria necessaria nell'ambito del meccanismo sarà soggetta a una rigorosa condizionalità». La disposizione non stabilisce essa stessa un meccanismo di stabilità, ma consente agli Stati membri la cui moneta è l'euro di dotarsi di tale meccanismo attraverso un apposito accordo internazionale.

<sup>21</sup> Disponibile sul sito [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu)

che da parte del meccanismo europeo di stabilità<sup>22</sup>, nuovo strumento destinato ad essere concretamente aggiunto all'attuale lista degli strumenti di assistenza finanziaria previsti dal Trattato ESM mediante una (futura) decisione adottata ai sensi dell'art. 19 del Trattato stesso<sup>23</sup>: il che, secondo tale accordo, non dovrebbe comunque avvenire prima della conclusione dell'intero quadro di lavori per la creazione dell'unione bancaria, in primo luogo quelli sull'istituzione di un quadro di risanamento e risoluzione delle crisi degli istituti bancari e di un sistema di garanzia dei depositi.

Nella sostanza, si tratterà nell'occasione di utilizzare una clausola abilitativa (l'art. 19 cit.), la quale non appare, tuttavia, assistita da una chiara predefinizione di principi e criteri direttivi, a parte la finalità generale del Trattato di assicurare forme di sostegno alla stabilità finanziaria degli Stati membri il cui regolare accesso al finanziamento sul mercato risulti o rischi di essere compromesso (cfr. considerando n. 13) e la previsione del primo paragrafo dell'art. 15, in base al quale «il consiglio dei governatori può decidere di concedere assistenza finanziaria a un membro del MES ricorrendo a prestiti con l'obiettivo specifico di ricapitalizzare le istituzioni finanziarie dello stesso membro del MES».

Incidentalmente, il contributo dell'ESM alla ricapitalizzazione delle banche in difficoltà (per quelle da liquidare occorrerà vedere se il meccanismo unico di risoluzione, tuttora in discussione, prevederà un fondo unico europeo), limitato agli enti di rilevanza sistemica<sup>24</sup>, dovrebbe essere, in linea di principio e salvo eccezioni, subordinato al concorso dello Stato membro interessato e dei pri-

---

<sup>22</sup> Il riferimento è al documento *ESM direct bank recapitalisation instrument -Main features of the operational framework and way forward*, Luxembourg, 20 June 2013, reperibile sul sito internet dell'Eurozona, [www.eurozone.europa.eu](http://www.eurozone.europa.eu)

<sup>23</sup> L'art. 19 del Trattato ESM, rubricato "Revisione degli strumenti di assistenza finanziaria", stabilisce che «il consiglio dei governatori può rivedere l'elenco degli strumenti di assistenza finanziaria di cui agli articoli da 14 a 18 e decidere di modificarlo».

<sup>24</sup> Cfr. il documento *ESM direct bank recapitalisation instrument* cit. al paragrafo "Eligibility criteria for the ESM Member and for the financial institution".

vati<sup>25</sup>.

In ogni caso, al di là delle contingenze politiche ed economiche che pure diventano determinanti quando si tratta di trovare un accordo tra un numero di Stati membri che raggiunge le diciassette unità nell'area euro (quella interessata dal Trattato ESM e immediatamente coinvolta nello SSM) e le ventotto unità nell'intera Unione Europea (con ulteriori allargamenti in prospettiva), è sempre più necessario che si ponga concretamente all'ordine del giorno, nell'agenda istituzionale, il problema di dare nell'insieme un solido fondamento costituzionale (nel senso più ampio di diritto primario) a un complesso di riforme strutturali che, pur destinate ad incidere profondamente sulla vita economica, politica e sociale europea, al momento poggiano su norme sparse e si affidano ad interpretazioni, talora marcatamente estensive, di clausole dei Trattati istitutivi che non sono sottese da una compiuta visione progettuale, ma sono state immaginate come strumenti per garantire spazi di manovra in vista di scenari non ancora maturi, senza l'onere di rinegoziazione dei Trattati stessi.

Quanto si è sopra accennato in relazione all'art. 19 del Trattato ESM, infatti, per certi versi vale anche per le basi giuridiche dei capisaldi del complessivo sistema europeo di regolamentazione e vigilanza sugli enti creditizi (l'EBA e lo SSM, fondato sul ruolo centrale della BCE), rispettivamente individuate nell'art. 114 e nell'art. 127, § 6, del TFUE, e trova eco in recenti discussioni istituzionali<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> *Ibidem*, paragrafo "Appropriate burden sharing structure", dove si specifica che « there will be a clear pecking order for recapitalisation operations .... and private capital resources will be explored as a first solution, including sufficient contributions from existing shareholders and creditors of the beneficiary institution(s). An appropriate level of write-down or conversion of debt will have to take place in line with EU State aid rules ... » e si illustra un complesso schema di ripartizione del contributo alla ricapitalizzazione da parte dell'ESM e dello Stato membro dell'ESM.

<sup>26</sup> Il riferimento è alle perplessità espresse dalla Germania sulla possibilità di ricorrere, anche per la costituzione di una agenzia unica europea per la liquidazione delle banche, all'art. 114, § 1, del TFUE. Sulle ragioni che militano a favore di tale possibilità, cfr. il parere, commissionato da uno dei gruppi politici del Parlamento europeo, di REPASI, *Gutachten zur rechtlichen Ma-*



La necessità di ricercare, volta a volta, una base giuridica idonea e diversa per la fondazione di ciascun pilastro di un disegno istituzionale – quello dell'unione bancaria – che dovrebbe essere unitario appare, invero, la più evidente manifestazione della carenza progettuale, che si traduce in debolezza concettuale, del substrato fornito dal diritto primario.

Ecco, allora, che nel corso di una riunione informale dei ministri e dei governatori delle banche centrali che si è svolta a Dublino lo scorso 12 aprile, gli Stati membri hanno concordato su una dichiarazione politica destinata ad accompagnare il regolamento SSM, affermando di essere “pronti a lavorare in modo costruttivo su una proposta di modifica del trattato”<sup>27</sup>.

Occorre, perciò, in questa sede riprendere il discorso sul fondamento positivo delle riforme del 2010 e del 2013, mettendo direttamente a confronto le relative problematiche.

3. A suo tempo, il reg. 1039/10 ha individuato la base giuridica per l'istituzione dell'EBA nell'art. 114 del TFUE, che, al fine della realizzazione degli obiettivi di cui al precedente art. 26, consente al Parlamento europeo e al Consiglio di adottare, con procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, le «misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno».

Come in altra sede si è avuto modo di osservare<sup>28</sup>, pochi anni addietro la

---

*chbarkeit eines “Single Resolution Mechanism” (SRM)*, luglio 2013.

<sup>27</sup> Cfr. il comunicato stampa del Consiglio *Bank supervision: Council confirms agreement with EP*, press 136, nr. 8011/13, Bruxelles, 18 aprile 2013, pag. 2, reperibile sul sito internet [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu)

<sup>28</sup> Cfr. infatti, *amplius*, GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea*, op. cit., pp. 106 ss. Per un'ampia panoramica sull'uso, più generale, dell'art. 114 e sulla relativa casistica giurisprudenziale, cfr. FAHEY, *Does the emperor have financial crisis clothes? Reflections on the legal basis of the European Banking Authority*, in *The Modern Law Review*, 2011, Vol. 74, Issue 4,

corrispondente previsione dell'allora Trattato C.E., di contenuto identico, era stata adoperata come fondamento per emanare il regolamento istitutivo dell'Agenzia europea per la sicurezza delle reti e dell'informazione<sup>29</sup>.

La Corte di giustizia, investita della questione dell'adeguatezza di tale base giuridica, nel rigettarla non solo ribadì il suo precedente orientamento, secondo il quale con l'espressione «misure relative al ravvicinamento» si era inteso attribuire al legislatore comunitario «un margine di discrezionalità in merito alla tecnica di ravvicinamento più appropriata per ottenere il risultato auspicato, in particolare in settori caratterizzati da particolarità tecniche complesse» (Corte di giustizia, Grande sezione, sentenza 6 dicembre 2005, causa C-66/04, Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, in Racc. pag. I-10553, punto 45), ma aggiunse che a questo riguardo «può .... rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l'istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l'attuazione e l'applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti» (Corte di giustizia, Grande sezione, sentenza 2 maggio 2006, causa C-217/04, Regno Unito c. Parlamento e Consiglio, in Racc. pag. I-3789, punto 44).

A tale decisione si è richiamato il diciassettesimo *considerando* del regolamento istitutivo dell'EBA (e lo stesso hanno fatto i paralleli regolamenti istitutivi dell'ESMA e dell'EIOPA) per giustificare l'individuazione della sua base giuridica nell'art. 114 del TFUE.

Ma, mentre l'Agenzia europea per la sicurezza delle reti e dell'informazione era destinata a fornire semplicemente una consulenza tecnica su richiesta

---

pp. 581-595.

<sup>29</sup> Cfr. regolamento (CE) del Parlamento europeo e del Consiglio del 10 marzo 2004, n. 460, in GUCE L 77 del 13 marzo 2004, pp. 1 ss.

della Commissione e degli Stati membri (cfr. punto 64 della suddetta decisione) – giustificando perciò il riferimento della Corte alla possibilità di istituire su quella base giuridica organismi comunitari incaricati di contribuire all'armonizzazione in situazioni in cui «appaia appropriata l'adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti» - non altrettanto potrebbe dirsi per l'EBA, che non espleta soltanto funzioni consultive o di coordinamento, ma condivide, su una base di sostanziale equiordinazione, la funzione regolatoria e può esercitare, a determinate condizioni, poteri di tipo decisorio sia nei confronti delle autorità nazionali di vigilanza, sia di singoli istituti finanziari.

Il punto è particolarmente evidente per quanto riguarda l'assegnazione all'EBA dell'elaborazione dei progetti di norme tecniche di regolamentazione e di norme tecniche di attuazione<sup>30</sup>, destinate ad essere adottate dalla Commissione europea come atti delegati o atti di esecuzione (sotto forma di regolamenti o decisioni) nell'esercizio dei poteri a quest'ultima conferiti ai sensi degli artt. 290 e 291 TFUE.

Difatti, il ruolo assegnato in questo campo all'EBA è di tipo sostanzialmente regolamentare, poiché il reg. 1093/10 non le affida semplicemente una funzione di natura istruttoria e preparatoria, ma condiziona l'adozione delle predette norme tecniche al raggiungimento di un'unità di vedute sul loro contenuto tra la Commissione e l'EBA; l'essenza del sistema di collaborazione tra l'istituzione comunitaria e la nuova agenzia, tracciato dagli artt. 10 e 15 del reg. 1093/10, è chiarita molto bene nelle affermazioni del suo ventitreesimo considerando, secondo cui i progetti di norme tecniche di regolamentazione elaborati dall'EBA «dovrebbero essere modificati soltanto in circostanze molto limitate e

---

<sup>30</sup> Sia consentito il rinvio, per dettagli, a GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea*, op. cit., pp. 87 ss.

straordinarie, dal momento che l'Autorità è l'attore a stretto contatto con i mercati finanziari che ne conosce meglio il funzionamento quotidiano» e, comunque, «la Commissione dovrebbe modificare il contenuto dei progetti di norme tecniche di regolamentazione elaborati dall'Autorità solo previo coordinamento con l'Autorità stessa».

E' pur vero che al vertice del sistema rimane la Commissione, che dispone del potere ultimo di decidere se adottare o meno gli standard tecnici proposti ed elaborati dall'EBA<sup>31</sup>, ma resta il fatto fondamentale che *a priori* la Commissione non può prescindere dall'EBA per esercitare i poteri regolamentari che le spettano.

Da ciò la conclusione che il reg. 1093/10 finisce per aggirare il divieto della c.d. dottrina Meroni della Corte di giustizia sulla delega di poteri discrezionali alle agenzie europee<sup>32</sup>, poiché affida all'EBA la concreta determinazione del con-

---

<sup>31</sup> Lo sottolinea, ad esempio, FAHEY, *Does the emperor have financial crisis clothes?*, *op. cit.*, affermando che «the Commission remains the key decision-maker».

<sup>32</sup> Cfr. ancora GUARRACINO, *Supervisione bancaria europea*, *op. cit.*, pp. 104 ss., ove si osserva che viene così aggirato l'ostacolo giuridico ad una delega diretta di poteri di regolamentazione all'EBA derivante dalla c.d. "dottrina Meroni" della Corte di giustizia, equivalente europeo della statunitense *nondelegation doctrine* basata sul principio costituzionale di separazione dei poteri, vale a dire da quel principio giurisprudenziale secondo il quale, costituendo l'equilibrio dei poteri che caratterizza la struttura della (allora) Comunità una garanzia prevista dal Trattato per coloro cui esso si applica, «una delega di poteri discrezionali ad organi diversi da quelli che il Trattato ha istituito per esplicitarli o controllarne l'esercizio nell'ambito delle loro rispettive attribuzioni, violerebbe tali garanzie» (cfr. Corte di giustizia, 13 giugno 1958, causa 9/56, *Impresa Meroni & Co., Industrie Metallurgiche s.p.a.*, in Racc., 1958, pag. 11 ss.; 13 giugno 1958, causa 10/56, *Impresa Meroni & Co., Industrie Metallurgiche s.p.a.*, in Racc., 1958, pag. 51 ss.; 12 luglio 2005, in cause riunite C-154/04, *The Queen, ex parte Alliance for Natural Health*, e C-155/04, *The Queen, ex parte National Association of Health Stores*, in Raccolta, 2005, pp. I-6451 ss.; 26 maggio 2005, in causa C-301/02 P, *Carmino Salvatore Tralli contro Banca Centrale Europea*, Racc. 2005, p. I-4099).

Sull'applicazione della "dottrina Meroni" alle agenzie europee, ancora dopo il Trattato di Lisbona, cfr. GRILLER - ORATOR, *Everything under control? The "way forward" for European agencies in the footsteps of Meroni doctrine*, in *European Law Review*, vol. 35, 1, febbraio 2010, pp. 3 ss.

Osserva tuttavia MAJONE, *Dilemmas of European Integration. The Ambiguities & Pitfalls of Integration by Stealth*, Oxford University Press, New York, 2005, p. 89, che «although European courts ... continue to consider Meroni as good law, doubts about the continued relevance of the doctrine have been raised by several legal scholars who point out that the

tenuto delle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione (cioè un ruolo di regolatore effettivo), lasciando, nella sostanza, alla Commissione un mero potere di controllo e di formalizzazione finale ed introducendo così, in maniera surrettizia, una sorta di esercizio in comune o condiviso<sup>33</sup> delle competenze delegate alla Commissione ai sensi articoli 290 e 291 del TFUE; conclusione avallata dalle perplessità espresse in materia dalla stessa Commissione<sup>34</sup>.

Questo non significa, naturalmente, che quella dottrina non possa essere oggi rimessa in discussione in rapporto alla significativa evoluzione della costituzione formale e materiale della comunità degli Stati membri, ma sarebbe bene che ciò avvenisse nell'ambito di un'ampia valutazione dei necessari limiti, pesi e contrappesi.

4. Più solida la base normativa del regolamento SSM<sup>35</sup> e, quindi, dei poteri conferiti alla BCE.

---

situation that give rise to that case – the delegation of certain discretionary tasks to private associations – is quite different from the current issue of delegating powers to European public law agencies.... Even admitting the continued relevance of the old doctrine, its conditions would be satisfied as long as the Commission retains certain control powers».

<sup>33</sup> A questo riguardo parlano di «*sui generis* regulatory strategy», parimenti osservando che «the delegated power of the Commission appears to be, in this context, nothing more than a ratification power of the ESAs' work» e sostenendo, tra l'altro, che «it may be argued that the powers were assigned to the ESAs through a questionable process», R. LENER e E. RULLI, *The reforms of the European financial markets supervision* cit., pag. 119 s., ove ultt. citt.

<sup>34</sup> Cfr. l'*addendum* del Segretariato generale del Consiglio, n. 15647/10 ADD 1, del 10 novembre 2010 (Fascicolo interistituzionale 2009/0142(COD)), recante la seguente *Dichiarazione relativa agli articoli 290 e 291 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea* resa dalla Commissione: «Riguardo alla procedura per l'adozione degli standard tecnici di regolamentazione, la Commissione sottolinea il carattere peculiare del settore dei servizi finanziari, derivante dalla struttura Lamfalussy ed esplicitamente riconosciuta nella dichiarazione 39 allegata al TFUE. Tuttavia, la Commissione ha seri dubbi sul fatto che le restrizioni del suo ruolo nell'adozione degli atti delegati e delle misure di esecuzione siano in linea con gli articoli 290 e 291 TFUE».

Il testo originale in lingua inglese del documento è disponibile al seguente indirizzo internet:

<http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/10/st15/st15647-ad01.en10.pdf>.

<sup>35</sup> Per alcune delle considerazioni qui di seguito svolte, cfr. già F. GUARRACINO, *Role and powers of the ECB and of the EBA* cit. pag. 202 ss.; ID., *Supervisione bancaria europea* cit., pag. 150 ss.

Esso si fonda su una specifica previsione dell'art. 127 del TFUE, il quale è posto in apertura del capo dedicato alla politica monetaria dell'Unione, che, come è noto, ai sensi dell'articolo 282, §§ 1 e 4, del TFUE è condotta dalla BCE e dalle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro (i quali costituiscono l'Eurosistema), mentre gli Stati membri la cui moneta non è l'euro e le rispettive banche centrali conservano le loro competenze nel settore monetario.

Già questa collocazione sistematica richiama la distinzione fondamentale, nell'ambito del Sistema europeo delle banche centrali, tra i paesi che condividono la moneta unica e quelli che conservano la loro divisa nazionale; su questo, tuttavia, si tornerà tra poco, alla luce dello statuto del SEBC e degli artt. 132 e 139 del TFUE.

Intanto, va ricordato che l'art. 127 elenca, al § 2, i compiti fondamentali che devono assolversi tramite il Sistema europeo di banche centrali: definire e attuare la politica monetaria dell'Unione, svolgere le operazioni sui cambi, detenere e gestire le riserve ufficiali in valuta estera degli Stati membri, promuovere il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento.

Tuttavia, il paragrafo 5 stabilisce anche che «il SEBC contribuisce ad una buona conduzione delle politiche perseguite dalle competenti autorità per quanto riguarda la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario» e il paragrafo 6 prevede altresì che «il Consiglio, deliberando all'unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e le altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione».

Da un lato, ciò comporta che, per esplicito mandato conferito dal para-

grafo 5, il Sistema europeo di banche centrali ha una competenza che si estende sia alle politiche macro-prudenziali (la stabilità del sistema finanziario) sia alle politiche micro-prudenziali (la vigilanza prudenziale degli enti creditizi). Non si tratta di una competenza esclusiva, in quanto l'art. 127, § 5, adopera il verbo "contribuire" - che significa prestare aiuto, collaborare, cooperare con qualcuno a qualcosa - e usa tale verbo in riferimento a politiche "perseguite dalle competenti autorità", con ciò assumendo che la titolarità delle relative funzioni spetti a qualcun altro che al SEBC; inoltre, la previsione dell'art. 127, § 5, non specifica in che modo il SEBC debba contribuire ad una buona conduzione delle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e stabilità del sistema finanziario, il che sembra lasciare spazio per soluzioni diverse nei limiti in cui vengano rispettati i principi di sussidiarietà e di proporzionalità.

Dall'altro lato, l'art. 127, § 6, consente di ampliare ulteriormente la sfera di competenza del SEBC, adottando, con procedura legislativa speciale e voto unanime del Consiglio, un regolamento che attribuisca alla BCE compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale (cfr. anche l'art. 25, § 2, del protocollo (n. 4) sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, allegato al Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007 di modifica del trattato sull'Unione europea e del trattato istitutivo della Comunità europea). Deve trattarsi in questo caso del conferimento di compiti "specifici", vale a dire di attribuzioni precise e determinate nell'ambito della vigilanza prudenziale. L'uso dell'aggettivo "specifico" non sembra correlato al rispetto di un limite di natura quantitativa (naturalmente fatto salvo il caso estremo dell'esautoramento totale delle competenze di vigilanza nazionali, che peraltro difficilmente potrebbe conciliarsi col principio di sussidiarietà) e la norma, piuttosto, sembra vietare il ricorso a formule attributive vaghe, generiche o indeterminate che, in sede di interpretazione applicativa, potrebbero portare ad un tradimento degli equilibri

stipulati tra gli Stati membri nella loro volontà affidata al voto unanime del Consiglio.

In dottrina<sup>36</sup>, la formulazione dell'art. 127, § 6, è parsa consentire, senza dubbio, il trasferimento alla BCE di attività quali il rilascio delle autorizzazioni e il controllo degli intermediari, mentre qualche perplessità è stata sollevata circa l'esatta individuazione dei soggetti che, oltre gli enti creditizi, possono essere assoggettati all'esercizio dei poteri specifici di vigilanza della BCE, a causa della difficoltà di individuare un criterio affidabile di identificazione delle "altre istituzioni finanziarie" alle quali pure fa riferimento la norma citata.

Ciò detto, la previsione dell'art. 127, § 6, del TFUE è doppiata dal summenzionato art. 25.2 dello statuto SEBC/BCE, il quale afferma che «conforme ai regolamenti del Consiglio ai sensi dell'articolo 127, paragrafo 6, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, la BCE può svolgere compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, eccettuate le imprese di assicurazione».

Tale circostanza va posta in relazione con l'art. 132, § 1 primo trattino, del TFUE, il quale prevede che la BCE «stabilisce regolamenti nella misura necessaria per assolvere i compiti definiti nell'articolo [...] 25, paragrafo 2 dello statuto del SEBC e della BCE [...]» (cfr. anche l'art. 34.1, primo trattino, dello statuto SEBC/BCE), oltre ad assumere le decisioni necessarie per assolvere ai compiti attribuiti al SEBC e a formulare raccomandazioni e pareri.

Ciò significa che, per espressa previsione dei trattati, non soltanto la BCE

---

<sup>36</sup> Cfr. SMITS, *The European Central Bank. Institutional Aspects*, the Hague, 1997, pp. 358, con riferimento alla corrispondente previsione del Trattato di Maastricht. Scrive SCHELLER, *La Banca centrale europea. Storia, ruolo e funzioni*, 2 ed., Francoforte sul Meno, 2006, p. 116, che, pur nella consapevolezza del fatto che l'UEM avrebbe comportato l'esigenza di maggiore cooperazione nel settore della vigilanza, tuttavia, in mancanza di un chiaro disegno, a quel tempo tutte le opzioni furono lasciate aperte.



può essere conferitaria di compiti specifici in materia di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e altre istituzioni finanziarie, ma che in questo caso dispone (può disporre, a seconda dei compiti che le sono in concreto affidati coi regolamenti del Consiglio) anche dei necessari poteri regolamentari, con l'avallo dei trattati e, dunque, senza che alla loro attribuzione possano in tal caso ostare la *dottrina Meroni*<sup>37</sup> o limitazioni più o meno analoghe, come invece si è visto per l'EBA.

Inoltre, sempre in base all'art. 132 (stavolta al § 3, che corrisponde all'art. 34.3 dello statuto cit.), con determinate modalità procedurali può essere dato alla BCE « il potere di infliggere alle imprese ammende o penalità di mora in caso di inosservanza degli obblighi imposti dai regolamenti e dalle decisioni da essa adottati» (ed infatti, si vedano ora il considerando n. 36 e l'art. 18 del reg. SSM ed in precedenza il regolamento (CE) n. 2532/98 del Consiglio del 23 novembre 1998 sul potere della Banca centrale europea di irrogare sanzioni<sup>38</sup>).

Tutto questo fa della previsione contenuta nell'art. 127, § 6, del TFUE la norma più idonea a fungere da base giuridica per l'instaurazione di un meccanismo di vigilanza incentrato sul ruolo guida della BCE, a trattati invariati. Peraltro, come poc'anzi anticipato, anche l'art. 132 del TFUE riporta alla distinzione fondamentale, in seno al SEBC, tra Stati dell'eurozona e Stati che non hanno come moneta l'euro, poiché in base all'art. 139, § 2, del TFUE le disposizioni dell'art. 132 sugli atti (ed i poteri) della Banca centrale europea non si applicano ai cc.dd. Stati membri con deroga, ma soltanto agli Stati membri la cui moneta è l'euro.

Di conseguenza, come meglio si vedrà nel sesto paragrafo, nel regola-

---

<sup>37</sup> Cfr. REPASI, *Introductory statement*, ECON public hearing “*Banking supervision and resolution: next steps?*”, Bruxelles, 10 ottobre 2012, p. 1 (disponibile sul sito internet del Parlamento europeo).

<sup>38</sup> Pubblicato nella Gazzetta ufficiale delle Comunità europee L 318 del 27 novembre 1998, p. 4 ss.

mento sul meccanismo di vigilanza unico è stato previsto che la partecipazione allo SSM degli Stati membri che non hanno l'euro come moneta e il loro assoggettamento al ruolo guida e ai poteri della BCE avvenga su base volontaria, per l'assenza di una base giuridica corrispondente a quella utilizzabile per l'Eurosistema, e in via comunque revocabile e dunque precaria, essendo concessa loro ampia facoltà di uscire dallo SSM, come pure tra breve si dirà.

D'altro canto, va considerato che la distinzione tra gli Stati membri che hanno come moneta l'euro e quelli che non hanno la moneta comune si riflette pure nella composizione degli organi decisionali della BCE, il cui consiglio direttivo è composto unicamente da «i membri del comitato esecutivo della BCE nonché i governatori delle banche centrali nazionali degli Stati membri la cui moneta è l'euro» (cfr. art. 283, § 1, del TFUE ed art. 10.1 dello statuto SEBC/BCE).

Sebbene ciò costituisca un disincentivo alla partecipazione allo SSM degli Stati membri non aventi come moneta l'euro, la necessità di rispettare le regole di governo stabilite nello statuto della BCE (in base all'art. 12.1 dello statuto è il consiglio direttivo ad adottare gli indirizzi e a prendere le decisioni, oltre a formulare la politica monetaria) ha imposto di affidare i nuovi compiti di vigilanza rimessi alla BCE alla responsabilità decisionale ultima del suo consiglio direttivo, impedendo di delegarli *in toto* ad una nuova struttura organizzativa interna munita di piena autonomia<sup>39</sup>, a pena di dover negoziare anche una modifica dello statuto medesimo (ai sensi dell'art. 129, § 3, del TFUE e art. 40 dello statuto stesso).

Per questa ragione, se è vero che il regolamento SSM prevede un nuovo organo interno, il consiglio di vigilanza (in cui, diversamente dal consiglio direttivo della BCE, siedono esponenti di tutti gli Stati membri partecipanti, appartengano o meno all'eurozona: art. 26, § 1, reg. SSM), è vero anche che esso è inca-

---

<sup>39</sup> Cfr. MICOSSI, *Banking union in the making*, *op. cit.*, p. 86.

ricato della pianificazione e dell'esecuzione dei nuovi compiti attribuiti alla BCE, svolge le relative attività preparatorie e propone "progetti di decisione completi", ma l'adozione (l'approvazione definitiva) di questi ultimi compete al consiglio direttivo, sia pure, in via ordinaria, attraverso un meccanismo di semplice silenzio assenso (cfr. art. 26, § 8, reg. SSM).

Per tentare di riequilibrare il sistema, allora, il regolamento SSM prevede anche un meccanismo di mediazione interno, aperto a tutti gli Stati partecipanti. Quando infatti il consiglio direttivo della BCE, anziché lasciar maturare il silenzio assenso, intende muovere obiezioni al progetto di decisione proposto dal consiglio di vigilanza, gli Stati membri che non sono d'accordo possono ricorrere ad un gruppo di esperti di mediazione (in inglese, *mediation panel*), peraltro previsto per garantire la separazione tra compiti di politica monetaria e compiti di vigilanza della BCE (cfr. art. 25, § 5, reg. SSM); il gruppo di esperti di mediazione non possiede, né lo potrebbe, il potere giuridico di vincolare la decisione finale del consiglio<sup>40</sup>, ma è auspicabile che possa disporre dell'autorevolezza necessaria perché le sue conclusioni non restino ignorate<sup>41</sup>.

5. Un ulteriore limite dell'art. 127, § 6, del TFUE è che, al di là dell'accennato problema di quali sono le "altre istituzioni finanziarie" cui fa genericamente riferimento, restano comunque escluse dal suo raggio di applicazione, per previsione espressa, le imprese di assicurazione.

Non si intende mettere qui in discussione la logica di tale esclusione nella

---

<sup>40</sup> Cfr. *European Single Supervisory Mechanism for banks – a first step on the road to a banking union*, in Deutsche Bundesbank, Monthly Report, Vol. 67, n. 7, July 2013, p. 23: «the wording of the SSM Regulation does not explicitly rule out the interpretation that the Mediation Panel ultimately overrides the Governing Council; that would, however, not be compatible with higher-ranking EU law. The ECB Governing Council has the final say ... and cannot, therefore, be bound by the Mediation Panel».

<sup>41</sup> Cfr. VERHELEST, *Assessing the Single Supervisory Mechanism: Passing the Point of No return for Europe's Banking Union*, Egmont Paper n. 58, Gent, June 2013, p. 25.

prospettiva europea (in Italia è stato istituzionalizzato uno stretto collegamento della vigilanza assicurativa con la vigilanza bancaria: cfr. d.l. 6 luglio 2012, n. 95, conv. con l. 7 agosto 2012, n. 135), ma occorre rammentare che le imprese assicurative sono tra i maggiori investitori istituzionali e che le banche ne sono una controparte fondamentale<sup>42</sup>, sicché i settori assicurativo e bancario risultano fortemente connessi<sup>43</sup>; ciò nondimeno, mentre per il secondo si è costruito ora un sistema accentrato di sorveglianza, la vigilanza sul primo resta affidata alla dimensione nazionale con la sola azione di coordinamento dell'EIOPA.

6. I vincoli di natura giuridica derivanti dalle norme di diritto primario testé menzionate e i relativi riflessi sul piano politico concorrono dunque a spiegare la natura evidentemente compromissoria del nuovo meccanismo unico di vigilanza, che viene ad affiancare la recente riforma della regolazione (anch'essa parzialmente rivista, segnatamente quanto al processo decisionale nell'EBA).

In particolare, il rispetto del principio di sussidiarietà e ancor più i limiti che, comunque, sono posti al conferimento di compiti in materia di vigilanza alla BCE dall'*enabling clause* dell'art. 127, § 6, del TFUE giustificano, sul piano tecnico, l'abbandono dell'originaria opzione (nella proposta della Commissione) di accentrare in sede europea il controllo di tutti gli enti creditizi, seppur in via graduale. Anche se su questa scelta hanno probabilmente inciso in maniera determinante ragioni di ordine politico (l'interesse a mantenere in ambito domestico la vigilanza su determinate tipologie di enti creditizi<sup>44</sup>) nonché pratico (il numero di soggetti da vigilare), i vincoli di natura formale e la loro cornice istituzionale hanno prestato a quelle ragioni argomenti giuridici molto forti.

---

<sup>42</sup> Cfr. per tutti, COMMISSIONE EUROPEA, *European Financial Stability and Integration Report 2012*, Commission Staff Working Document, SWD(2013) 156 final, Brussels, 24 aprile 2013, pp. 32 ss.

<sup>43</sup> Ivi, p. 37.

<sup>44</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea*, op. cit., p. 96 ss.

Inoltre, se l'art. 127 ha reso naturale l'individuazione nella BCE dell'istituzione responsabile del *Single supervisory mechanism*, per altro verso il fatto che, in base ai Trattati, gli Stati membri non aventi l'euro come moneta non sono soggetti ai poteri ex art. 132 della BCE né partecipano al suo consiglio direttivo non poteva che portare ad una differenziazione (che si rispecchia nel raggio di azione del fondo ESM) tra gli Stati dell'eurozona, che partecipano *ex lege* allo SSM, e gli altri Stati membri dell'UE, la cui adesione al sistema è invece volontaria (nella forma della c.d. cooperazione stretta di cui all'art. 7 reg. SSM) e soggetta a regole e previsioni particolari.

All'interno di questa cornice, non è revocabile in dubbio che alcune scelte operate col regolamento sarebbero potute essere diverse, ma resta il fatto che l'approvazione del regolamento era soggetto a decisione unanime del Consiglio, dunque al veto di ciascuno dei ventotto Stati membri.

Alla luce di ciò, si comprendono meglio alcune delle caratteristiche salienti dello SSM.

In particolare per quanto riguarda il perimetro territoriale del meccanismo unico di vigilanza, già si è detto che soltanto gli Stati la cui moneta è l'euro rientrano automaticamente, in forza dello stesso regolamento, tra quelli partecipanti al sistema, che si esplica quindi senz'altro nei confronti degli enti creditizi che vi sono stabiliti, vi aprano una succursale, vi prestino servizi transfrontalieri. Per gli Stati membri che non hanno l'euro come moneta, invece, la partecipazione allo SSM può avvenire attraverso l'instaurazione di una "cooperazione stretta" tra l'autorità nazionale competente e la BCE su richiesta dello Stato interessato, il quale non solo deve impegnarsi ad assicurare che la autorità nazionale rispetti gli orientamenti o le richieste della Banca centrale europea, ma deve aver adottato una pertinente normativa nazionale per assicurare che detta autorità sia tenuta ad adottare, nei confronti degli enti creditizi, le misure chie-

ste dalla BCE ai sensi del regolamento (cfr. art. 7, § 2 lett. c, reg. SSM).

In questo caso, infatti, il regolamento non consente alla BCE di assumere decisioni di vigilanza od esercitare poteri nei diretti confronti degli enti creditizi stabiliti o operanti in uno Stato in regime di cooperazione stretta, ma (qualora essa reputi opportuna l'adozione di una misura nei loro confronti) soltanto di formulare istruzioni all'indirizzo dell'autorità nazionale competente, indicando i termini pertinenti: se poi l'autorità non ottempera, la BCE non può far altro che, previo avvertimento allo Stato membro interessato e decorsi quindici giorni, sospendere o porre fine alla cooperazione stretta (cfr. art. 7, §§ 4 e 5, reg. SSM).

Quanto allo Stato membro in regime di "cooperazione stretta", la soluzione escogitata per bilanciare il fatto che (non avendo l'euro come moneta) non ha esponenti nel Consiglio direttivo della BCE ed è in minoranza nel Consiglio di vigilanza (circostanze cui non può negarsi importanza politica, pur se i componenti del primo sono tenuti all'indipendenza<sup>45</sup>, ex art. 130 TFUE, e quelli del secondo ad agire nell'interesse dell'Unione europea nel suo complesso, ex art. 26, § 1, reg. SSM) consiste nell'avergli concesso la facoltà di esprimere il suo disaccordo motivato nei confronti dei progetti di decisione del Consiglio di vigilanza e delle eventuali obiezioni del Consiglio direttivo su di essi e successivamente di scegliere, a seconda dei casi (cfr. art. 7, §§ 7 e 8, reg. SSM, ai quali si rinvia per i necessari dettagli), di non essere vincolato dalla decisione finale (nel qual caso la BCE potrà, ma non dovrà, sospendere o far cessare il regime di collaborazione stretta) o di porre fine alla stretta collaborazione con effetto immediato.

---

<sup>45</sup> E' stato peraltro sostenuto che, poiché l'art 130 del TFUE sarebbe posto a salvaguardia dell'indipendenza della BCE nello svolgimento delle funzioni di politica monetaria, la norma non potrebbe essere di ostacolo ad una responsabilità diretta dello SSM nei confronti del Parlamento europeo sotto forma, ad esempio, di una partecipazione nel consiglio di supervisione o dell'esercizio di speciali poteri di indagine: in questo senso, cfr. REPASI, *Introductory statement*, op. cit., p. 2.

Si tratta, con evidenza, di un incentivo alla partecipazione volontaria allo SSM.

Con riferimento, infine, ai restanti Stati membri dell'U.E., cioè quelli che, non avendo l'euro come moneta, non optino neppure per aderire allo SSM in regime di cooperazione stretta, il regolamento prevede la conclusione di un memorandum d'intesa tra la BCE e le rispettive autorità nazionali che descriva in termini generali come essi intendono cooperare nell'assolvimento dei loro compiti di vigilanza ai sensi del diritto dell'Unione (cfr. art. 3, § 6, reg.; ove necessario, peraltro, la BCE può stipulare memorandum d'intesa anche con le autorità degli Stati membri aventi responsabilità per i mercati degli strumenti finanziari).

7. Venendo alla ripartizione di funzioni all'interno dello SSM tra la BCE e le autorità nazionali degli Stati partecipanti, la tecnica di redazione del regolamento risente evidentemente dell'ampia opera di manipolazione del testo originario della proposta e si avvale di un continuo gioco di rinvii e di rimandi interni, di regole apparenti e di eccezioni sostanziali, che non giova alla immediatezza del dettato normativo.

Peraltro, da una lettura combinata dei diversi articoli emerge il quadro che segue.

Il meccanismo di vigilanza unico non è un nuovo soggetto giuridico, ma un sistema composto dalla BCE e dalle autorità di vigilanza degli Stati membri partecipanti (cfr. art. 2, n. 9, reg. SSM).

La BCE è responsabile del funzionamento efficace e coerente del meccanismo di vigilanza (art. 6, § 1) ed è assistita nella preparazione e nell'attuazione di qualsiasi atto relativo all'esercizio delle sue funzioni di vigilanza dalle autorità nazionali, che devono seguirne le istruzioni (art. 6, § 3).

L'integrazione delle funzioni di vigilanza all'interno del meccanismo unico

è perseguita, peraltro, con intensità e modalità differenti a seconda dei compiti che debbono essere svolti e della rilevanza dei soggetti interessati, in base al combinato disposto dell'art. 4 (rubricato "Compiti attribuiti alla BCE") e dell'art. 6 (rubricato "Cooperazione con l'MVU") del reg. SSM, oltre che dei suoi articoli da 14 a 16.

Ciò per quanto concerne le funzioni di vigilanza microprudenziale, mentre compiti e strumenti volti ad affrontare i rischi sistemici o macroprudenziali trovano disciplina nell'art. 5.

Nel dettaglio, l'art. 4 individua le funzioni di vigilanza microprudenziale che, rivestendo interesse ai fini di un'attuazione coerente ed efficace della politica dell'Unione europea in materia, sono avocate al coordinamento del meccanismo unico di vigilanza e perciò sottratte al novero delle competenze che, invece, restano di esclusiva pertinenza nazionale (se ne veda un elenco al *considerando* n. 28).

Tra le funzioni portate all'interno dello SSM, alcune, per la loro importanza, sono state attribuite in via esclusiva alla BCE nei confronti di tutti gli enti creditizi.

Si tratta, in particolare, di quelle indicate nell'art. 4, § 1, lett. a) e c) del regolamento SSM: rilasciare e revocare le autorizzazioni agli enti creditizi, nel rispetto delle prescrizioni (anche procedurali) dettate nell'art. 14 (che, rubricato "Autorizzazione", disciplina il ruolo istruttorio e di proposta delle autorità nazionali); valutare le notifiche di acquisizione e cessione di partecipazioni qualificate negli enti creditizi (tranne nel contesto della risoluzione delle crisi bancarie), nel rispetto dell'art. 15 (che provvede specularmente a disciplinare l'apporto preparatorio delle autorità nazionali alla decisione finale).

Appartiene in via esclusiva alla BCE anche il compito individuato all'articolo 4, § 1, lett. h) – cioè quello di «partecipare alla vigilanza supplementare dei



conglomerati finanziari in relazione agli enti creditizi che ne fanno parte e assumere i compiti di coordinatore quando la BCE è nominata coordinatore per un conglomerato finanziario conformemente ai criteri fissati nel pertinente diritto dell'Unione» –, perché tale lettera non è compresa nell'elenco contenuto nel § 6 dell'art. 6, il quale (smussando l'affermazione di una generale competenza esclusiva della BCE, contenuta in apertura del § 1 dell'art. 4 ma temperata dall'incipit "*nel quadro dell'art. 6*") concorre col precedente § 4 dello stesso articolo a fondare la competenza e la responsabilità delle autorità nazionali per quanto riguarda gli enti creditizi "meno rilevanti" (cfr. art. 6, § 6: «fatto salvo il paragrafo 5 del presente articolo, le autorità nazionali competenti *assolvono i compiti, e ne sono responsabili, di cui all'articolo 4, paragrafo 1, lettere b), da d) a g) e i)*, e adottano tutte le pertinenti decisioni di vigilanza in relazione agli enti creditizi menzionati al paragrafo 4, primo comma, del presente articolo nel quadro di cui al paragrafo 7 del presente articolo e fatte salve le procedure ivi stabilite»; enfasi aggiunta).

Le altre funzioni elencate nell'art. 4, § 1, del regolamento, e segnatamente quelle di cui alle lettere b), d), e), f), g), i), invece, sono assegnate ora alla titolarità esclusiva della BCE, ora alle autorità di vigilanza nazionali sotto la guida della BCE, in base a criteri di rilevanza dell'ente vigilato.

In particolare, queste funzioni spettano alla BCE nei confronti: 1) degli enti creditizi (nonché società di partecipazione finanziaria, società di partecipazione finanziaria mista, succursali di enti creditizi di Stati membri non partecipanti) aventi "importanza significativa", dove la significatività è valutata (salvo particolari circostanze) sulla base del superamento di uno dei criteri-soglia fissati dall'art. 6, § 4, del regolamento, che rispettivamente attengono alle dimensioni (valore totale delle attività superiore a 30 miliardi di euro), all'importanza dell'ente per l'economia dell'Unione o di qualsiasi Stato membro partecipante

(valore totale delle attività, purché non inferiore a € 5 mld., che superi il 20 % del prodotto interno lordo dello Stato membro di stabilimento) ed alla significatività delle attività transfrontaliere (in base a una valutazione dell'autorità nazionale competente, che sia confermata dalla BCE); 2) dei tre enti creditizi più significativi in ciascuno Stato membro partecipante, indipendentemente dalla soddisfazione dei predetti criteri di dimensione, importanza o rilevanza transfrontaliera; 3) dagli enti per i quali è stata richiesta o ricevuta direttamente assistenza finanziaria pubblica dal FESF (l'European Financial Stability Facility) o dal MES (il meccanismo europeo di stabilità o ESM).

Quelle stesse funzioni spettano, invece, alle competenti autorità nazionali quando si tratta di enti meno significativi (cfr. ancora l'art. 6, § 4, reg. SSM). Tuttavia, ciò avviene all'interno dello SSM e sotto il ruolo guida della BCE, il che significa che le autorità nazionali adottano le relative decisioni di vigilanza, ma lo debbono fare comunque nel rispetto dei regolamenti, orientamenti o istruzioni generali che la BCE può indirizzare loro (cfr. art. 6, § 5, lett. a, reg. SSM), nell'ambito delle procedure definite nel quadro per l'organizzazione delle modalità pratiche di attuazione della cooperazione nello SSM che spetta alla stessa BCE di adottare (cfr. art. 6, § 7, reg. SSM) e, comunque, sotto la sorveglianza che la BCE esercita sul funzionamento del sistema (cfr. art. 6, § 5, lett. c, reg. SSM) anche mediante procedure che impongano alle competenti autorità nazionali di trasmetterle progetti di decisioni rilevanti di vigilanza, di notificarle qualsiasi procedura rilevante di vigilanza e di ulteriormente valutare, su richiesta della BCE, specifici aspetti (cfr. art. 6, § 7 lett. c, reg. SSM).

Peraltro, la BCE dispone di un potere di avocare a sé le funzioni assegnate alle autorità nazionali: in base al regolamento, infatti, «allorché necessario per garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati, la BCE può decidere in qualsiasi momento, di propria iniziativa dopo essersi consultata con le

autorità nazionali competenti o su richiesta di un'autorità nazionale competente, di esercitare direttamente tutti i pertinenti poteri per uno o più enti creditizi di cui al paragrafo 4, ivi compreso il caso in cui è stata richiesta o ricevuta indirettamente l'assistenza finanziaria dal FESF o dal MES» (cfr. art. 6, § 5, lett. b).

Infine, tutte le funzioni di vigilanza ed i relativi poteri che il regolamento SSM non attribuisce alla BCE, né riporta al perimetro del meccanismo unico di vigilanza, restano al di fuori del meccanismo stesso e permangono di competenza esclusiva delle autorità nazionali (cfr. art. 1, quinto comma); come già detto, un elenco di queste attività è contenuto nel ventottesimo *considerando*<sup>46</sup>.

8. A distanza di oltre dieci anni dalla introduzione della moneta unica, l'Europa, o meglio parte di essa, compie, dunque, un altro importante passo verso un'integrazione economica e finanziaria sempre più stretta. Altri ne dovrebbero seguire a breve, per completare la c.d. unione bancaria.

Allora ciò avvenne in un clima di festa e di grandi prospettive, oggi ciò avviene col sollievo di uno scampato pericolo e con la speranza che tanto possa servire a prevenirne il ripetersi.

In questo decennio, l'unione monetaria tra oltre la metà degli Stati membri non è stata sufficiente per catalizzare l'inizio di un processo di unificazione politica, per quanto minimale o graduale, alla cui causa, di certo, non giovano

---

<sup>46</sup> Cfr. Cons. 28 reg. SSM: « È opportuno lasciare alle autorità nazionali i compiti di vigilanza non attribuiti alla BCE, in particolare i seguenti compiti: ricevere dagli enti creditizi le notifiche in relazione al diritto di stabilimento e alla libera prestazione di servizi, esercitare la vigilanza sui soggetti che, benché non rientranti nella definizione di «ente creditizio» ai sensi del diritto dell'Unione, il diritto nazionale sottopone alla stessa vigilanza degli enti creditizi, esercitare la vigilanza sugli enti creditizi dei paesi terzi che aprono una succursale o che prestano servizi transfrontalieri nell'Unione, esercitare la vigilanza sui servizi di pagamento, effettuare le verifiche quotidiane sugli enti creditizi, assolvere nei confronti degli enti creditizi la funzione di autorità competenti in relazione ai mercati degli strumenti finanziari, prevenire l'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio di denaro e di finanziamento del terrorismo e proteggere i consumatori».

ora la diffidenza e le recriminazioni portate dalla crisi economica e dalle politiche di austerità imboccate per fronteggiarla.

Tuttavia, proprio la necessità di porre un argine al pericolo imminente ha consentito una rilevante accelerazione del processo d'integrazione, sebbene confinato al piano economico e finanziario.

Il processo è ancora in corso, ma la conclusione dei procedimenti legislativi per l'introduzione del meccanismo unico di vigilanza sugli enti creditizi potrebbe verosimilmente preludere ad una rapida approvazione dei provvedimenti necessari a completare il sistema di regolazione e supervisione con un meccanismo unico per il risanamento e la risoluzione delle crisi degli enti creditizi e di talune imprese di investimento (è la proposta di regolamento per un *Single Resolution Mechanism* ed un *Single Bank Resolution Fund*, presentata il 10 luglio 2013 dalla Commissione<sup>47</sup>) e la definizione (mediante direttiva) di un quadro normativo armonizzato di risanamento e risoluzione delle suddette crisi<sup>48</sup>, sul quale è stato, di recente, raggiunto l'accordo politico in sede Ecofin<sup>49</sup>, mentre da tempo è *in itinere* una proposta di direttiva di rifusione sui sistemi di garanzia dei depositi<sup>50</sup>.

Una volta che la novità sia stata positivamente collaudata e definitiva-

---

<sup>47</sup> Cfr. la Comunicazione della CE del 10 luglio 2013, COM(2013)0520, recante "Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione delle crisi degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo unico di risoluzione delle crisi e del Fondo unico di risoluzione delle crisi bancarie e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010".

<sup>48</sup> Cfr. la Comunicazione della CE del 6 giugno 2012, COM(2012)0280, recante "Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE e 82/891/CE, le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE e 2011/35/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010".

<sup>49</sup> Cfr. CE, Memo/13/601 del 27 giugno 2013, nonché il comunicato del Consiglio di pari data, press 280, n. 11280/13, disponibile all'indirizzo [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu)

<sup>50</sup> Cfr. la Comunicazione della CE del 12 luglio 2010, COM(2010)368, recante "Proposta di direttiva .../.../UE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (rifusione)".

mente introiettata nella prassi, è possibile che la creazione di questo polo istituzionale possa fungere da modello per il restante settore finanziario e assicurativo e per quant'altro avverta il bisogno di un'azione coerente a livello comunitario. In questo senso, però, sarà necessario rivedere i Trattati al fine di superare i limiti e le ambiguità cui si è andato accennando nel corso di queste pagine.

Nel fare ciò, non si potrà prescindere dall'approfondimento del sistema più idoneo per mantenere all'interno del circuito di responsabilità democratica l'azione delle istituzioni che saranno investite di questi compiti di massima importanza per le economie moderne, sull'esempio di quanto già è avvenuto, come si è accennato in apertura, con l'accordo interistituzionale tra il Parlamento europeo e la BCE, ma stavolta includendo apposite previsioni nel corpo dei Trattati stessi.

**Francesco Guarracino**

*Dottore di Ricerca in Diritto Commerciale*

*Magistrato TAR di Napoli*

PARTE PRIMA

VARIETA'

## IL VALORE DELLE SCIENZE SOCIALI

*(Un itinerario di speranza, una proposizione in cui credere)*

**ABSTRACT:** In a frenetic and restless world as that of nowadays, the search for the meaning of things seems to be increasingly marginal and irrelevant. People are devoted to their aims and individualism guides human choices to the extent to which the “production logic” shapes different aspects of a person’s life. In such a global and money-oriented scenario, the attempt to demonstrate the importance of knowingly “thinking” rather than merely “producing” deserves to be valued. For this reason, I have the pleasure to report herein the introduction to the master’s thesis written by a student from LUISS Guido Carli after a period of research in the United States under the supervision of Prof. Ahuja at the University of Michigan.

Nei tempi presenti di globalizzazione, di organizzazioni multilivello, di ricerca di effettività nell’azione comune, frequentemente dispersa nelle nebbie della politica, le perplessità vengono spesso ricondotte all’essenza delle relazioni sociali. Ci si interroga sui fondamenti della *razionalità economica*, sul rapporto tra diritto ed economia, soppesandosi il costo delle regole giuridiche.

Il problema dell’efficienza economica, dell’allocazione conveniente delle risorse è posto al centro del dibattito, nella certezza che le soluzioni cui è dato pervenire assumono rilievo determinante ai fini di ogni ipotesi ricostruttiva dei modelli e degli strumenti proponibili. La riflessione non è più circoscrivibile ad un’analisi degli indirizzi interpretativi dei dati quantitativi, cui nel passato è stata rivolta la valutazione degli studiosi; ma si estende anche all’esame dei molteplici fattori (compresa la sfera dei sentimenti e delle emozioni) che condizionano ed

orientano l'agere degli uomini.

In tale contesto, volgere lo sguardo a innovativi itinerari di ricerca significa credere ancora nel futuro, aprirsi alla frontiera della speranza. E' questo un approccio allo studio che non vuole soccombere alla rinuncia della scoperta, del nuovo; un approccio che ci viene segnalato da giovani sensibili e meritevoli di crescere in una realtà meno conflittuale, senza ipocrisie, orientata al riconoscimento dei valori.

Rispondente alle considerazioni che precedono mi sembra la *dedica* scritta da una brillante studentessa dell'Università LUISS - G. Carli nel concludere la sua tesi di laurea, elaborata sotto la guida del prof. Ahuja della "Ross School of Business" presso l'Università del Michigan. Ne ho apprezzato molto i contenuti e lo spirito che la anima, sì da volerli condividere con i lettori della *Rivista* da me diretta.

**Francesco Capriglione**

*-Immagino che tu voglia sapere cosa, di economia, abbia capito io dopo cinque anni di università. Immagino che tu voglia sapere cosa, di economia, abbia amato io dopo cinque anni di università. Immagino che tu voglia sapere cosa, di economia, abbia odiato io dopo cinque anni di università.*

*-Esattamente.*

*-In sintesi, la storia è che qualcuno offre a qualcun altro qualcosa e quest'ultimo qualcuno la compra perché ne ha bisogno o perché quel primo qualcuno l'ha convinto ad averne bisogno.*

*-Tutto qui?*

*-Sì, l'economia è un po' come la vita reale.*

*-Che intendi?*



*-Che se ci pensi bene molti concetti economici funzionano nella nostra vita.*

*-Fammi un esempio.*

*-Pensa al concetto di scarsità. Le aziende hanno un vantaggio competitivo che frutta loro bei soldi quando riescono ad appropriarsi di una risorsa scarsa. Ora, analogamente, gli esseri umani posseggono un vantaggio comp-emotivo che gli frutta bella felicità quando riescono ad innamorarsi di una risorsa umana scarsa.*

*-Cos'è una risorsa umana?*

*-E' un essere umano a cui tu attribuisce un valore enormemente superiore, al punto che per te diventa una vera e propria risorsa. E' solitamente una delle poche persone che ti cambia la vita, è la tua innovazione radicale.*

*-Forse sto iniziando a capire, ma puoi farmi ancora qualche esempio?*

*-Ok: allora supponi che anche tu, come gli operatori del mercato, abbia una tua frontiera delle possibilità produttive. Soltanto che a differenza loro, tu produci sentimenti e stati d'animo. La microeconomia ci insegna che questa frontiera indica le combinazioni efficienti di beni realizzabili dato un certo vincolo di risorse produttive e tecnologiche. Pensa adesso di vivere con questa frontiera delle possibilità emozionali, una curva che racchiude tutte le combinazioni relazionali più efficienti dato il tuo vincolo di bilancio sentimentale. Disegna la tua curva, e nota che oltre di questa c'è un puntino.*

*-E cos'è?*

*-La tua persona.*

*-Quella scarsa di prima, esatto?*

*-Esatto.*

*-Ma se è oltre la frontiera, questo vuol dire che sia inefficiente?*

*-Probabilmente lo è, ma non in quella brutta accezione economica che*

*c'hanno insegnato. E' inefficiente nel senso che quella persona probabilmente diminuirà il tuo rendimento perché ti farà soffrire ogni tanto, prosciugherà la liquidità del tuo cuore. Ma sai che ti dico? La felicità non può che essere inefficiente. Sarai in rosso molte volte, ma a saldo avrai un attivo. E quell'attivo sarà la tua vita.*

*-In economia tutto ha un prezzo, anche questa fantomatica persona ce l'ha?*

*-Non è vero che in economia tutto ha un prezzo; o meglio è vero, ora è così. L'economia nasce dall'esigenza di due individui tesi a scambiarsi valore, non denaro. Se vuoi vederla così, chiedersi "Ma quanto costa?" con le cose dovrebbe essere come con le persone chiedersi "Ma ne vale la pena?".*

*- E come fai quindi a capire se ne vale la pena?*

*-Sei l'imprenditore di te stesso, ti assumi il rischio di fallimento. Fai la tua analisi spese-opportunità e in alcuni casi ti rendi conto che il costo marginale di avere qualcuno vicino supera eccessivamente il beneficio marginale di perderlo. E quindi, dato che i soldi investiti nel business sono i tuoi, ritiri i capitali prima della bancarotta fraudolenta.*

*- E se questo non accade?*

*-Hai trovato la tua persona, il tuo successo. E ci devi costruire attorno il tuo impero, il vostro impero. E' una forma di ricchezza che non potrai depositare in banca, su cui non potrai speculare in borsa o costruire derivati. Ma attenzione, come tutte le cose belle sarà imperfetta.*

*-Che significa? E' un male?*

*-Assolutamente no, avrà il grande dono dell'imperfezione. E anche qui, puoi spiegartelo con l'economia. Tra te e la tua persona non ci saranno equilibri paretiani, ma anzi sarà un continuo dilemma del Prigioniero per capire chi "si arrende per primo" con scarse possibilità di cooperazione e conseguimento della*

*strategia dominante. Tra te e la tua persona ci saranno continui problemi di dissonanza cognitiva che ti spingeranno sempre a pensare di aver fatto l'acquisto sbagliato, salvo poi aprire l'armadio per cercarla nel cuore della notte perché, dissonanza cognitiva o no, in realtà quella persona rappresenta i migliori soldi che tu abbia mai spesi. Tra te e la tua persona non ci sarà il vincolo della scelta razionale, anzi probabilmente prenderete decisioni assolutamente antieconomiche ma altrettanto assolutamente meravigliose e dense di vita. Tra te e la tua persona, prolifereranno asimmetrie informative e screzi di azzardo morale. Ma malgrado questo, quello che posso dirti io è di non scegliere mai di amare qualcuno di perfetto. Scegli l'errore del sistema, quello che fa suonare l'allarme del tuo cuore.*

*-Quindi è questo, quello che ti ha insegnato l'economia?*

*- Sai, io ho capito che tutti dovremmo volere un mondo economicamente più imperfetto. Un mondo che sbaglia non per errori di speculazione o per tentativi mal riusciti di profitto. Quello è un mondo economicamente marcio. Per imperfetto io intendo un sistema che ammette le sue debolezze, leva maschere d'inoscidabilità, riqualifica i ritmi anziché accelerarli. Che senso ha correre, se non hai qualcuno con qui farlo? Che senso ha guadagnare, se non hai qualcuno a cui regalare? Non possono esserci amicizie di largo consumo o filiere di anime made in China.*

*E per questo, credimi solo per questo, che il mio grazie va a tutte le persone che hanno scelto, scelgono e sceglieranno d'amare qualcuno o qualcosa anti economicamente, per quello che vale e non per quello che costa.*

**Ilaria Supino**



## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA



## SENTENZA DEL TRIBUNALE DI BOLZANO

(Sezione distaccata di Brunico)

6 GIUGNO 2013, N. 64

**Investimenti in obbligazioni Lehman – Responsabilità dell’intermediario - Assistenza per inadempimento dell’obbligo di valutazione dell’adeguatezza dimensionale (art. 29 reg Consob 11522/1998)**

*La violazione degli obblighi contrattuali e normativi in tema di valutazione della adeguatezza dell’operazione costituisce grave inadempimento provocando la risoluzione ex art. 1455 c.c. dello specifico negozio di investimento in titoli Lehman Brothers con conseguente obbligo di restituzione delle prestazioni (capitale per la convenuta e titoli per l’attore).*

Il Giudice presso il tribunale di Bolzano – Sez Dis di Brunico, dott. Thomas Weisteiner, ha pronunciato la seguente

### SENTENZA

*omissis*

In punto: nullità, annullabilità, invalidità e inopponibilità di operazione di intermediazione finanziaria, restituzione/pagamento somme oltre alla rivalutazione e interessi compensativi; annullamento del contratto quadro e/o del contratto di negoziazione; in subordine responsabilità per inadempimento della convenu-

ta e conseguente risoluzione contrattuale con obbligo di restitutorio a carico della convenuta.

**Conclusioni di parte attrice:**

*Il procuratore di parte attrice conclude come da atto di citazione dd.16.11.2009 dichiarando, per il caso di accoglimento della domanda, la disponibilità dell'attore a restituire i titoli oggetto di causa: "Voglia l'Ill.mo Tribunale di Bolzano – Sezione Distaccata di Brunico contrariis reiectis. – **A) In via principale e di merito** **1)** Accertare e dichiarare, anche ai sensi degli artt. 1418 ss, 1429, 1439, 1394 e 1395, 1325 e 1346 del c.c., artt. 21 e 23 del D. Lgs. N. 58/1998, degli artt. 26, 27, 28, 29, 61 e 62 del Reg. Consob n. 11522/1998, nonché degli artt. 11 e 12 della Delibera CICR del 04/03/2003, la nullità, l'annullabilità, l'invalidità e l'inopponibilità agli attori delle operazioni per cui è causa, meglio descritte nella parte in fatto del presente atto. **2)** Conseguentemente e per l'effetto condannare la Banca alla restituzione, in favore degli attori, di quanto da essa indebitamente percepito a seguito dei fatti esposti nel presente atto e, comunque, nello specifico: € 33.116,14.- dichiarando dovute le cedole percepite, oltre l'importo delle cedole che sino ad oggi sarebbero maturate e, comunque, oltre interessi e rivalutazione monetaria, anche ai sensi dell'art. 1224 c.c., in misura pari agli indici Istat o in misura pari ai rendimenti BOT o CCT dal giorno dell'acquisto al saldo, o di quella somma che dovesse risultare dovuta a seguito della vendita dei titoli costituita dalla differenza tra la somma impiegata per l'acquisto del titolo e la somma realizzata con la vendita o l'attribuzione di titoli sostitutivi, oltre rivalutazione e interessi e, comunque, con condanna a quella somma dovuta anche a seguito di valutazione equitativa.*

**B) In ogni caso,** riconoscere e dichiarare l'annullamento del contratto quadro e/o del contratto di negoziazione ai sensi dell'art. 1427 c.c. e seguenti, condannando per l'effetto la Banca convenuta alla restituzione integrale della somma



di € 33.116,14.- oltre interessi e rivalutazione monetaria, dichiarando dovute le cedole percepite. **C) in via subordinata, ove ritenute valide e opponibili agli attori le negoziazioni per cui è causa, e, comunque, in corso di causa nei limiti della ritenuta loro validità ed opponibilità all'odierna parte attrice.** **1)** accertare e dichiarare, anche ex art. 1218, 1228, 1710, 1711, 1712, 1856 c.c., nonché 1175, 1176, 2° comma e 1375 c.c., artt. 21 e 23 del D. Lgs. N. 58/1998, degli artt. 26, 27, 28, 29, 61 e 62 del Reg. Consob n. 11522/1998, nonché ex artt. 11 e 12 della Delibera CICR del 04/03/2003, la responsabilità, nonché grave inadempimento della Banca in relazione alla negoziazione per cui è causa. **2)** Conseguentemente e, comunque, disporre, anche ex art. 1452 c.c. la risoluzione del contratto quadro e/o dell'operazione e per l'effetto. **3)** Condannare la Banca alla restituzione, in favore degli attori della somma di € 33.116,14.- oltre interessi e rivalutazione, dichiarando dovute le cedole percepite. **D) In ogni caso:** accertare e dichiarare che il comportamento della Banca ha integrato un illecito civile e, per l'effetto, condannare quest'ultima al risarcimento dei danni nella misura di € 33.116,14.- oltre interessi e rivalutazione, ovvero nella misura ritenuta dovuta a seguito di valutazione equitativa dichiarando dovute le cedole percepite. **E) In via del tutto subordinata e salvo gravame** **1)** Accertare e dichiarare gli illeciti e le responsabilità tutte, contrattuali, precontrattuali ed extracontrattuali, anche ex artt. 1337, 1338, 2043, 2049, 2059, 1218, 1228, 1710, 1712, 1856 c.c., nonché 1175, 1176, 2° comma e 1735 c.c., artt. 21 e 23 del D. Lgs. N. 58/1998, degli artt. 26, 27, 28, 29, 61 e 62 del Reg. Consob n. 11522/1998, nonché ex artt. 11 e 12 della Delibera CICR del 04/03/2003, e 185 c.p. ascrivibili alla Banca, per le violazioni ed i fatti tutti esposti nel presente atto. **2)** Conseguentemente e, comunque, condannare la Banca a risarcire agli attori i danni tutti patiti e patendi, patrimoniali e non patrimoniali, anche ex artt. 2, 41 e 47 Cost., 2059 c.c., nella misura di € 33.116,14.- o da determinarsi equitativamente anche ex artt. 2056 e

1226 c.c., siccome derivanti dagli illeciti tutti identificati nel presente atto oltre interessi, rivalutazione e maggior danno dal di del dovuto al saldo dichiarando dovute le cedole percepite. **F) Con condanna di spese, competenze ed onorari.**

**Conclusioni per parte convenuta:**

*Come da comparsa di costituzione e risposta dd. 08.04.2010 "Voglia l'Ill.mo Tribunale Sezione Distaccata di Brunico, ogni contraria istanza ed eccezione disattesa, decidere come segue: - **In via principale: a)** rigettare ogni richiesta attorea, limitare la condanna alla Banca convenuta ai sensi dell'art. 1227 c.c. per la somma che sarà ritenuta di giustizia, nonché ridurre gli importi eventualmente dovuti per ammontare pari alle cedole dal [...]. Con vittoria di spese, competenze ed onorari di causa, anche ai sensi dell'art. 96 c.p.c."*

**RAGIONI DI FATTO E DI DIRITTO DELLA DECISIONE**

***A) Le allegazioni delle parti e cenni processuali:***

Con l'articolata citazione l'attore, premesso di essere lavoratore [...], con bassa conoscenza di prodotti finanziari e bancari, sia per la giovane età sia per la sua propensione al risparmio, di essere divenuto cliente della convenuta all'età di [...] anni (conto corrente), senza però avere sottoscritto un contratto di negoziazione titoli, e di non avere ricevuto il documento sui rischi generali, esponeva:  
[...]

- che l'acquisto dei titoli LEHMAN rappresentava il 90% del portafoglio;
- che la Banca in violazione dell'art. 29 del regolamento Consob non aveva segnalato l'inadeguatezza per dimensione e anche per tipologia ed oggetto dell'investimento;
- che prima della negoziazione gli operatori non avevano fornito alcuna informazione minima ed adeguata sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell'operazione
- [...]

- Che non era stato informato dell'inadeguatezza ai sensi dell'art. 29 regolamento Consob;
- Che non gli era stato consegnato il prospetto informativo del titolo né il regolamento di partecipazione;
- [...]
- Che la convenuta non aveva segnalato il proprio conflitto di interesse ai sensi dell'art. 27 del regolamento Consob;
- [...]
- Che nel settembre 2008 LEHMAN era andato in default con conseguente procedura concorsuale
- [...]
- [...]

Da queste violazioni l'attore faceva derivare le seguenti conseguenze:

- annullabilità del contratto di negoziazione per induzione in errore determinante del consenso ai sensi degli artt. 1418 e 1429 c.c. sull'identità dell'oggetto della prestazione;
- violazione dell'art. 26 lettera e del regolamento Consob;
- violazione dell'art. 29 del regolamento Consob per aver proposto un investimento oggettivamente e soggettivamente inadeguato e per omissione di informazioni circa l'inadeguatezza e per mancato ottenimento di ordine scritto di procedere nonostante l'inadeguatezza comunicata (Corte di Cassazione, sentenza n. 17340/2008);
- violazione dell'art. 28 comma 2 del regolamento Consob per mancata informazione dei rischi e delle implicazioni;
- violazione dell'art. 94 TUF per mancanza di consegna del prospetto informativo;

- violazione dell'art. 23 TUF, difetto di forma, indeterminatezza: nullità della negoziazione ai sensi degli artt. 1325 e 1346 c.c. con riferimento, in particolare al tasso di interesse e al suo calcolo; la mancanza del requisito essenziale determinerebbe l'indeterminatezza della prestazione e pertanto la nullità ex art. 1418 comma 2 c.c.;
- violazione dell'art. 27 del regolamento Consob;
- violazione dell'art. 8 del regolamento Consob per negoziazione senza autorizzazione degli investitori fuori dai mercati regolamentati;
- violazione dell'art. 21 TUF e dei canoni di buona fede e correttezza per avere la banca, nonostante sollecitazione preoccupata dell'attore, ancora nel 2008 dato rassicurazione e notizie non veritiere circa il valore di mercato del titolo, dando causa al danno patito;
- violazione dell'art. 1375 c.c., dell'art. 1175 c.c. e dell'art. 2050 c.c.; violazione dell'art. 56 del regolamento Consob;
- violazione dell'art. 24 TUF per avere la banca integrato la cosiddetta "gestione surrettizia del portafoglio";
- violazione dell'art. 23 TUF per l'assenza di valido contratto quadro.

L'attore, quindi, deduceva:

- la nullità per la violazione di norme imperative di legge e di regolamento del contratto di investimento, concluso in inosservanza delle norme regolanti la trasparenza dei servizi finanziari, esigenza di ordine pubblico (art. 17 del decreto legislativo n. 415/1996 e art. 21 TUF e direttiva comunitaria n. 22/1993 e giurisprudenza citata a pagina 46 della citazione)
- l'annullabilità del contratto per errore essenziale sull'oggetto ovvero sulla qualità essenziale dello strumento finanziario sottoscritto e comunque per dolo;

- risoluzione del contratto per grave inadempimento della convenuta per violazione dei dedotti obblighi di protezione e informazione ai sensi degli artt. 1338 e 1375 c.c., derivante anche dal rapporto da "contatto sociale" tra intermediario e cliente, dando luogo a responsabilità contrattuale della banca;
- la responsabilità precontrattuale e conseguente risarcimento del danno.

[...]

La convenuta, costituendosi in giudizio solo all'udienza di trattazione ex art. 183 c.p.c., contestava la domanda articolata dall'attore, chiedendone il rigetto, eccependo:

- che l'attore di propria iniziativa aveva chiesto di investire nelle obbligazioni LEHMAN;
- che le obbligazioni erano appropriate e adeguate al profilo di rischio dell'attore che sia anteriormente sia successivamente al 2005 aveva investito e perso cospicue somme in titoli ancora più rischiosi;
- che l'attore nei moduli recanti le informazioni di propria capacità finanziaria e propensione al rischio si era qualificato sempre come investitore esperto con profilo di rischio elevato;
- che essa convenuta aveva consegnato tutti i documenti informativi richiesti dalla normativa, in particolare il "*documento sui rischi degli investimenti in strumenti finanziari*" come previsto dalla normativa Consob;
- che all'epoca dell'investimento (2005) le obbligazioni oggetto di causa non erano considerate rischiose per possibile insolvenza dell'emittente, verificatosi sul finire del 2008:

- che la banca aveva fornito esaustive informazioni sulla natura e sulle caratteristiche delle obbligazioni intermedie, di nuovissima emissione all'epoca;
- che effettivamente l'attore era propenso al rischio, avendo egli già nel 2001 di sua iniziativa acquistato titoli obbligazionari di mercato di rischio in vista di elevati rendimenti, come del resto ammesso dallo stesso attore (in data 24.4.2001 e 1.6.2004, obbligazioni Sonera 5,625% aventi caratteristiche simili a quelle Lehman Brothers per un importo di € 26.000,00 e obbligazioni emesse dalla stessa [...] per € 10.000,00, documenti n. 1 e 2);
- [...]
- che l'attore nei successivi moduli informativi aveva confermato la sua propensione al rischio elevato;
- che l'attore in occasione dei suoi primi investimenti nel 2001 aveva sottoscritto un contratto di deposito e negoziazione (documento n. 4) nonché un modulo di informazioni sulla sua situazione finanziaria, sugli obiettivi di investimento, sulla sua esperienza e sulla propensione al rischio (documento n. 5), in cui aveva indicato una propensione elevata del rischio (intento speculativo), rifiutando di fornire tutte le informazioni relative alla propria situazione finanziaria e sui suoi obiettivi di investimento;
- che l'attore anche nei successivi moduli informativi aveva confermato la sua propensione al rischio elevato;
- che, quindi, l'imputazione di inadeguatezza dell'investimento, con riferimento al profilo soggettivo dell'investitore, era informata, tenuto conto dell'esperienza dichiarata e della propensione al rischio, a cui

- anche gli obblighi di informazione e di propensione della banca potevano/dovevano adeguarsi;
- che, infatti, l'attore sia era presentato alla banca già autonomamente determinato all'acquisto delle obbligazioni oggetto di causa (settembre 2005), con in mano una proposta di investimento di altro istituto bancario;
  - che, successivamente, in data 25.9.2005, l'attore, dopo valutazione autonoma delle varie possibilità, si era nuovamente presentato già determinato all'acquisto;
  - [...]
  - che, quindi la violazione dell'art. 29 del regolamento Consob doveva dirsi insussistente, il quale rinvia anche alle informazioni rese dal cliente ai sensi dell'art. 28 del regolamento (documenti n. 5 e 6, entrambi sottoscritti dall'attore);
  - che in ordine al rimprovero di inidonee procedure di controllo la banca, diversamente dall'assunto attoreo, aveva sempre agito in conformità con l'art. 29 comma 2 regolamento Consob in caso di segnalazione di operazioni non adeguate con riferimento all'attore (operazione d'acquisto del fondo esclusivamente azionario "Aureo Azioni Globale" del 24.11.2006; autorizzazione e richiesta espressa dall'attore sub documento n. 7):
  - che l'inadeguatezza non era data, avendo l'attore già investito in precedenza e per simile ammontare in titoli simili ad alto rendimento;
  - che l'inadeguatezza doveva essere verificata al momento dell'effettuazione dell'operazione e non con riferimento ai momenti successivi(irrilevanza del default del 2008);

- che la banca aveva adempiuto agli obblighi di informazione ex art. 21 TUF [...]
- che, infine, doveva sottolinearsi l'autoresponsabilità dell'attore, soggetto non sprovveduto;
- [...]

La convenuta, quindi, concludeva come in epigrafe descritto dimettendo la documentazione già indicata (cfr. elenco dettagliato a pagina 35 della comparsa di risposta), chiedendo, per il caso di accoglimento di parte attorea, in via di eccezione di compensazione, la detrazione dell'importo restitutorio riconosciuto all'attore delle cedole maturate fino ad oggi.

Assunte le prove orali, ammesse con l'ordinanza del 12.10.2010, è stata disposta CTU tecnica per descrivere la natura e le caratteristiche del titolo obbligazionario oggetto di causa, le modalità di negoziazione alla luce dei documenti versati in atti dalle parti e il profilo di rischio dell'attore, sia soggettivo che oggettivo, sin dal 24.4.2001 (data del primo acquisto di titoli obbligazionari dell'attore presso la banca convenuta) fino alla data d'acquisto del titolo Lehman Broth TV05/35 in data 26.9.2005.

La causa passa ora in decisione sulle conclusioni precisate all'udienza del 12.12.2012, in seguito a trattazione decisoria mista ai sensi dell'art. 281quinquies cpc (con udienza di discussione orale svoltasi il 3.4.2013).

***B) L'istruttoria:***

Le seguenti circostanze possono ritenersi pacifiche (oggetto dei documenti versati in atti, circostanze non contestate e CTU);

L'attore, nato il [omissis] di professione lavoratore dipendente [omissis] privo di particolare preparazione scolastica specifica del settore, all'età di anni [omissis] e precisamente in data 24.4.2001, divenendo cliente della banca convenuta. Conclude con l'istituto. accanto a un contratto in conto corrente, anche un con-



tratto di deposito titoli e di prestazioni finanziarie cosiddetto contratto "quadro"- cfr. documento n. 4 della banca convenuta). Con esso l'attore dichiara e conferma che la banca, con apposita modulistica, ha rilevato le conoscenze e esperienze del cliente a proposito dell'investimento in prodotti finanziari e la sua propensione individuale al rischio, e che egli ha ritenuto di non dare alla banca informazioni circa la sua situazione finanziaria pure essendo stato informato circa l'utilità di tali informazioni nel suo esclusivo interesse. Nelle condizioni generali del contratto di negoziazione le parti regolano, all'art. 12, la gestione e la forma degli ordini di investimento in aderenza alla disciplina regolamentare di cui al regolamento CONSOB n. 11522/1998.

[...]

Infine, l'attore in data 26.9.2005, ancora prima della sua emissione (avvenuta in data 5.10.2005), e quindi sul mercato primario e non secondario (per cui non è ravvisabile alcun conflitto d'interesse in capo alla banca convenuta per l'asserito subentro del cliente in posizione già di carico alla banca, come invece supposto dall'attore in citazione), si è determinato all'acquisto del titolo obbligazionario "Lehman Broth TV 05/35, codice ISIN n. XS0229584296, per un controvalore di € 33.000,00 (cfr. documenti n. 4 e 5 dell'attore). Il prospetto informativo (nota tecnica) prodotto dall'attore sub documento n. 13 è relativo, però, a un diverso strumento finanziario, anche se della stessa emittente (diversità di codice ISIN). Il CTU, nell'accordo delle parti, non avendo neppure la banca convenuta dimeso la nota tecnica del prodotto finanziario oggetto di causa, la scheda tecnica è stata acquisita dal CTU che, previa analisi dettagliata delle caratteristiche dello strumento, ha rilevato che contrariamente all'assunto dell'attore il titolo era liberamente commerciabile in Italia senza alcun vincolo restrittivo, non riservato ai soli investitori professionali, ma destinato anche agli investitori privati (setto-  
re "vetail"); che l'attore ha ricevute regolarmente le cedole degli interessi del

7,25% per gli anni 2006 e 2007; che in seguito al "default" dell'emittente dichiarata e accertata nel 2008 non vi è stato alcun accredito di interessi per l'anno 2008; che l'atto dell'emissione del titolo il rating della agenzia internazionali era di "qualità medio alta", contraddistinto con A o A+; che ancora nell'estate e fino al 10.9.2008 le maggiori agenzie di rating (S&P, Fitch e Moody's) davano un rating compreso tra A e A2, quindi ancora di qualità medio alta; che però nel giro di pochi giorni (15.9.2008) le stesse agenzie erano pervenute a valutazioni contrapposte (rating CCC o B3 – qualità scarsa o comunque "discutibile"), fino a rilevare già in data 16.9.2008 una situazione di insolvenza "D" (Standard & Poors). Sulle modalità di negoziazione del titolo oggetto di causa il CTU si limita a rilevare il dato formale, ovvero che il titolo in questione, per rischio, natura e caratteristiche, non si differenziava dai pregressi investimenti operati dall'attore in sede di stipula del contratto di negoziazione del 2001. L'unico profilo di dubbio (sul comportamento della banca) è relativo alla mancata consegna della corretta scheda tecnica del titolo, [...]

[...]

### **C) Considerazioni in diritto**

Va premesso che in tema di intermediazione finanziaria, attività eseguita dall'istituto di credito in forza di rapporto contrattuale in essere con il cliente (nel caso di specie il contratto di deposito titoli e prestazioni finanziarie del 24.4.2001, cosiddetto contratto di negoziazione o contratto "quadro") il cliente che ritiene di aver subito un danno dall'inadempimento della banca, in particolare con riferimento ai doveri di informazione e di consulenza/assistenza, deve provare, oltre al danno nella sua materiale consistenza e il nesso causale tra danno e inadempimento rimproverato, soltanto e il rapporto contrattuale e allegare l'inadempimento dell'istituto bancario con riferimento ai doveri specifici imposti alla banca dalla legge o di natura regolamentare, mente spetta

all'istituto intermediario fornire la prova, per andare esente da responsabilità contrattuale di avere adempiuto agli obblighi comportamentali di cui all'art. 21 del decreto legislativo n. 58/1998 (TUF) e dell'apposito regolamento CONSOB n. 11522/1998.

La ripartizione dell'onere della prova tra cliente e banca corrisponde perfettamente ai principi generali elaborati dalla giurisprudenza di legittimità con riferimento alla prova dell'adempimento ex art. 1218 c.c. (cfr. Corte di Cassazione, sentenza n. 22147 del 29 ottobre 2010 [...], sentenza n. 3373 del 17 febbraio 2009 [...]).

Ciò premesso, vanno dapprima esaminate le domande principale sub lettera A, nn. 1 e 2, e lettera B, tese ad ottenere la declaratoria di nullità ai sensi dell'art. 1418 c.c. (violazione di norme imperative di cui agli artt. 26, 27, 28, 29, 61 e 62 del regolamento CONSOB n. 11522/1998; mancanza o indeterminatezza dell'oggetto ex art. 1325 e 1346 c.c.) e/o l'annullamento per errore essenziale (artt. 1427 e 1429 c.c.), dolo (art. 1439 c.c.) e/o conflitto di interessi (artt. 1394 e 1395 c.c.) dell'ordine /contratto di negoziazione relativo al titolo Lehman.

L'art. 21 del decreto legislativo n. 59/1998 (da ora in poi: TUF) pone a carico dei soggetti abilitati alla prestazione di servizi d'investimento e accessori una serie di obblighi comportamentali generali nell'esecuzione dei servizi (diligenza, correttezza, trasparenza, doveri di acquisizione di informazione dai clienti, riduzione dei conflitti d'interesse, procedure di controllo interno, gestione indipendente e prudente).

L'art. 23 comma 1 del TUF prevede la forma scritta, a pena di nullità, dei contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento e accessori.

In realtà, come si è visto, l'allegazione attorea di non avere concluso alcun contratto di negoziazione o di prestazione dei servizi di investimento, alla luce della produzione in giudizio del relativo contratto scritto del 24.4.2001, con allegati la

dichiarazione del cliente sulla propria capacità e propensione al rischio nonché la nota informativa sui rischi generali dell'attività di investimento in strumenti finanziari, deve ritenersi infondata.

Anche l'ordine d'acquisto del titolo Lehman è stato dato per iscritto dal cliente, per cui neppure sotto tale profilo si prospetta un dubbio di nullità della negoziazione.

Gli artt. 26, 27, 28, 29, 62 e 62 del regolamento CONSOB n. 1152/1998 stabilisce e concretizza a carico dei soggetti abilitati pregnanti obblighi comportamentali da onorare nell'esecuzione delle prestazioni finanziarie. Così l'art. 26 lettera e impone l'acquisizione di una conoscenza degli strumenti finanziari offerti, "*adeguata al tipo di prestazione da fornire*".

Nel caso di specie i dipendenti della banca convenuta nel momento stesso di manifestazione d'interesse da parte dell'attore per il titolo in questione hanno dovuto reperire informazioni sulla natura e sulle caratteristiche dello strumento finanziario, perché fino a quel momento non lo conoscevano, non avendolo mai contratto. Risulta la prova per testi che i dipendenti della banca abbiano reperito una serie di informazioni dalla [omissis]. Tuttavia, la banca pare non avere consegnato al cliente la corretta scheda tecnica del prodotto (egli era in possesso di una scheda tecnica sbagliata, la banca solo in sede di operazioni peritali ha provveduto a dimetterla).

[...]

Alla luce dell'istruttoria esperita, tuttavia, le doglianze dell'attore con riferimento all'art. 28 del regolamento CONSOB appaiono nel merito prive di fondamento, poiché risulta la conclusione per iscritto del contratto di negoziazione o prestazione di servizi finanziari secondo il modello di cui all'art. 30 del regolamento CONSOB., la consegna del documento sui rischi generali e l'acquisizione, da parte dell'attore, delle informazioni sulla sua situazione finanziaria (peraltro rifiuta-

te), sulla sua esperienza personale e sulla sua propensione al rischio. Per effetto della mancata contestazione specifica delle modalità di negoziazione del titolo Lehman descritte in comparsa di costituzione e alla luce delle deposizioni testimoniali utilizzabili, va affermato che la banca ha assolto il dovere di informazione sulla natura e sulle caratteristiche proprie del titolo che, giova ripetere, lo stesso attore aveva richiesto alla banca (non vi è stata, viceversa, nessuna offerta o sollecitazione all'acquisto da parte della banca per l'acquisto dello strumento finanziario in questione!).

[...]

Allora le norme comportamentali ora citate non prevedevano espressamente alcuna nullità del contratto a cui afferiscono sotto il profilo della sua validità, ma disciplinano in modo imperativo il comportamento, a cui le parti del contratto devono attenersi nell'esecuzione del contratto. La loro violazione, quindi, non determina in vizio genetico della fonte contrattuale, ma rileva sotto il profilo della responsabilità precontrattuale e/o contrattuale a seconda se incidono e sopravvengono nella fase di stipulazione del contratto di prestazioni finanziarie ai sensi dell'art. 30 del regolamento CONSOB (cosiddetto contratto "quadro") o, invece, sulla singola operazione d'acquisto (cfr. Corte di Cassazione, Sezioni Unite, sentenza n. 26724 del dicembre 2007 [...]).

In aderenza alla giurisprudenza di legittimità, la domanda tesa ad ottenere la declaratoria di nullità del contratto "quadro" e/o dell'accordo/ordine d'acquisto del titolo Lehman va, quindi, rigettata sotto ogni profilo esaminato.

Identica sorte merita la domanda di annullamento per errore essenziale del contratto, dedotto sotto il profilo dell'identità dell'oggetto ovvero sulla qualità dello stesso (art. 1429 n. 2 c.c.). Contrariamente all'esposizione introduttiva dell'attore risulta, infatti, che era l'attore stesso a presentarsi presso l'istituto bancario con l'intento di acquisto di quel specifico prodotto finanziario

e che gli impiegati della banca solo su sua richiesta si sono adoperati a recuperare informazioni sul titolo e sulle caratteristiche. Le informazioni fornite dall'attore, elencate nella comparsa di costituzione (sul punto, si ripete, mai specificamente contestata), corrispondono sostanzialmente alla caratteristiche del prodotto dettagliatamente esposte dal CTU.

Infine, l'attore nulla ha dedotto sulla determinatezza sul consenso dell'asserito errore. infine va rilevato che le informazioni che l'intermediario è obbligato a fornire all'investitore non sono attinenti strettamente alla natura e l'oggetto del contratto di investimento, ma riguardano gli elementi di valutazione della convenienza e dell'adeguatezza della singola operazione, per cui non si rientra nella fattispecie dell'errore causa di annullabilità del contratto, ma è investito il profilo della responsabilità contrattuale nella fase esecutiva (cfr. Corte di Cassazione sentenza n. 18039 del 19 ottobre 2012 [...]).

Le medesime considerazioni vanno svolte con riferimento all'asserita mancanza dell'oggetto del contratto (artt. 1325 e 1346 c.c.), secondo l'attore indeterminabile per la mancanza di esatte informazioni da parte dell'intermediario. Per quanto detto sopra e per quanto emerso in istruttoria, le informazioni date dalla banca sulla natura e sulle caratteristiche del titolo devono ritenersi conformi e sostanzialmente esaurienti.

La pretesa annullabilità del contratto per violazione degli artt. 1395 c.c. e 1395 c.c. (conflitto d'interesse) è anch'essa infondata in seguito agli accertamenti eseguiti dal CTU (relazione CTU, pagina 10, secondo capoverso).

Va, quindi affrontata la domanda subordinata sub lettera C. nn. 1, 2 e 3, tesa all'accertamento dell'inadempimento grave della banca, sotto i molteplici profili richiamati, alla conseguente risoluzione del contratto quadro e/o dell'operazione e alla condanna della convenuta a ottenere la restituzione della somma investita, oltre interessi e rivalutazione, con diritto di ritenere le cedole

percepite.

La domanda è fondata nei limiti che seguono.

Come rilevato sopra, la banca non ha consegnato all'attore all'atto di negoziazione del titolo Lehman la corretta scheda tecnica contenente le informazioni dettagliate del titolo e delle sue caratteristiche, tuttavia essa ha assolto sostanzialmente ai doveri di corretta informazione *aliunde*, ovvero recuperando informazione presso la [omissis] poi comunicate in forma orale al cliente.

Ma acconsentendo e eseguendo l'ordine del cliente senza richiedergli una specifica impegnativa scritta ai sensi dell'art. 29 comma 3 del regolamento CONSOB, la banca è incorsa nelle violazioni di cui all'art. 20 comma 1 del citato regolamento, che impone all'intermediario di astenersi dall'effettuare con il cliente operazioni inadeguate per "*dimensione*".

[...]

L'attore era investitore propenso a investimenti anche speculativi in linea, quindi, con il prodotto acquistato.

Non altrettanto può dirsi sotto il profilo dell'adeguatezza per dimensione.

La consistenza dell'investimento in questione era pari, infatti, al 76% dell'intero portafoglio detenuto.

Di fronte al rifiuto del cliente di dare informazioni complessive sulla sua situazione finanziaria, quindi senza possibilità di poter valutare l'adeguatezza per dimensione con riferimento anche ad altri eventuali portafogli di titoli detenuti dall'attore presso altre istituzioni bancarie o comunque abilitate all'intermediazione finanziaria, tenuto conto di reddito del cliente (lavoratore pasticcere), la banca avrebbe dovuto, in considerazione della natura altamente speculativa dell'operazione, informare l'attore dell'inadeguatezza per dimensione (relativa, cioè con riferimento al portafoglio detenuto presso l'istituto), avvertendolo dell'opportunità di ridurre l'investimento in questione e di procede-

re a diversificazione. solo in questo caso e previa impegnativa/autorizzazione espressa avrebbe potuto acconsentire all'effettuazione dell'operazione (cfr. Corte di Cassazione, sentenza n. 17340 del 25 giugno 2008 [...]).

L'omissione di tale valutazione di adeguatezza per dimensione, con le modalità di cui all'art. 29 del regolamento CONSOB, di importanza preminente nell'ambito delle prestazioni di intermediazione, comporta la responsabilità dell'intermediario per i danni che l'investitore dovesse subire, come nel caso si specie è avvenuto con il default per quanto emerso dall'istruttoria, non era assolutamente prevedibile dall'intermediario). La pregnanza dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza e del conseguente dovere di informazione nelle forme e modalità di cui al citato art. 29 del regolamento rende grave l'inadempimento a carico della banca convenuta (art. 1455 c.c.), giustificando l'accoglimento della domanda di risoluzione del negozio di investimento relativo all'acquisto del titolo Lehman del 2005, con conseguente obbligo di restituzione in capo alla convenuta del prezzo d'acquisto di € 33.116,14, maggiorato degli interessi al tasso legale (artt. 1282 e 1284) dalla data della domanda, quindi dal 4.12.2009 al saldo effettivo (sulla decorrenza degli interessi cfr. Corte di Cassazione, sentenza n. 738 del 15 gennaio 2007). Non spetta, invece, la rivalutazione monetaria, trattandosi di debito di valuta.

L'attore deve, però, restituire alla banca convenuta il titolo "Lehman Broth TV05/35 con codice ISIN n. XN002299584296, descritto nel fissato bollato del 30.9.2005 sub documento n. 4 di parte attrice, essendo questo obbligo conseguenza immediata della risoluzione del contratto e avendo, del resto, parte attrice espressamente espresso la sua disponibilità alla restituzione (da ultimo in sede di discussione orale all'udienza del 3.4.2013).

La domanda sub lettera D di risarcimento del danno e comunque infondata per mancanza di prova.



[...]

**P.Q.M.**

Il giudice del Tribunale di Bolzano – Sezione Distaccata di Brunico – ogni diversa domanda e difesa disattesa e reietta – definitivamente pronunciando sulle domande promosse da [omissis] nei confronti di [omissis], in persona del legale rappresentante pro tempore, con atto di citazione dd. 16.11.2009 così provvede:

- 1.) Rigetta le domande principali di nullità e/o annullabilità e/o inopponibilità avanzate dall'attore.
- 2.) Dichiarata la risoluzione del contratto/ordine d'acquisto del titolo "*Lehaman Broth TV05/35*" con codice ISIN n. XS0229584296 del 26.9.2005, decritto nel fissato bollato del 30.9.2005 sub documento n. 4 di parte attrice, per inadempimento della convenuta [omissis] al dovere d'informazione di cui all'art. 29 del regolamento CONSOB n. 11522/1998 sotto il profilo dell'inadeguatezza per dimensione dell'investimento.
- 3.) Condanna la convenuta [omissis] a restituire all'attore [omissis] la somma complessiva di € 33.116,14, maggiorata degli interessi al tasso legale (artt. 1282 e 1284 c.c.) dal 4.12.2009 al saldo effettivo.
- 4.) Rigetta ogni altra domanda dell'attore
- 5.) Dichiara tenuto l'attore [omissis] alla restituzione alla convenuta [omissis] del titolo "*Lehaman Broth TV05/35*" con codice ISIN n. XS0229584296 del 26.9.2005, decritto nel fissato bollato del 30.9.2005 sub documento n. 4 di parte attrice.

[...]

Così deciso in Brunico, 05/06/2013

IL FUNZIONARIO GIUDIZIARIO

Herbert O. Niederkofler

IL GIUDICE

dott. Thomas Weissteiner

Depositata in Cancelleria il 06.06.2013

## DAL “RISPARMIO TRADITO”

### ALLA “IMPREVEDIBILITÀ” DEI DEFAULT FINANZIARI\*

**SOMMARIO:** 1. Il caso – 2. Dal risparmio tradito, alle sentenze sulle obbligazioni Lehman – 3. La giurisprudenza sulla “imprevedibilità” dei default finanziari – 4. L’iniquità della disciplina ante-Mifid.

1. Il caso merita di essere segnalato per la palese iniquità dell’esito finale cui perviene la decisione, in stretta applicazione della disciplina vigente all’epoca dei fatti<sup>1</sup>. Il cliente di una banca, senza particolari competenze finanziarie, aveva acquistato nel tempo vari titoli speculativi e aveva sempre dichiarato una propensione al rischio medio-alta. Il 26 settembre 2005 richiede l’acquisto di 33mila euro di bond Lehman che non erano stati ancora emessi. I dipendenti della banca, non conoscendo il titolo, assumono informazioni che forniscono verbalmente al cliente, sempre verbalmente sconsigliano l’operazione, ma il cliente insiste per l’acquisto. Dopo il *default* di Lehman nel

---

\* Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.* 2010, I, p. 261.

settembre 2008 il cliente chiama in giudizio la banca contestando numerose violazioni normative: mancanza della forma scritta del contratto quadro, mancanza di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione

Dalla Consulenza tecnica d'ufficio disposta dal Tribunale per verificare la fondatezza delle lamentele del cliente è però emerso che, pur essendo altamente speculativo, l'investimento era adeguato alla propensione al rischio dichiarata dal cliente e che nel 2005 il *default* di Lehman non era prevedibile dalla banca. Disattendendo la CTU però il giudice ha ritenuto inadeguata la dimensione dell'acquisto (il 76%) rispetto agli investimenti totali eseguiti dal cliente con la stessa banca<sup>2</sup>. È vero che il cliente si era rifiutato di riferire la sua complessiva situazione finanziaria (e quindi non era possibile conoscere se avesse altri investimenti con altri istituti) ma, in questo caso, la banca avrebbe dovuto non solo sconsigliare l'acquisto (come risulta per testi che sia stato fatto), ma per andare esente da responsabilità avrebbe dovuto informarlo per iscritto (articolo 29, regolamento Consob 11522/1998) dei motivi dell'inadeguatezza dimensionale dell'acquisto e raccogliere la sua autorizzazione scritta a procedere comunque<sup>3</sup>.

Per il Tribunale adito sono da respingere le richieste di nullità e di annullabilità del contratto (tanto del contratto c.d. quadro che di quello di acquisto). La violazione delle norme comportamentali infatti (sulla scorta di quanto deciso dalla SS.UU. della Cassazione a partire dalla nota sentenza 26724/2007) non rileva come vizio genetico che comporta la nullità, bensì come inadempimento che può dar luogo a responsabilità contrattuale e nel caso della gravità

---

<sup>2</sup> Uno dei parametri da valutare ai fini dell'adeguatezza dell'operazione secondo l'art. 29 del vecchio regolamento Consob è la dimensione della stessa. La giurisprudenza di merito, quando ha dovuto affrontare questo tema, ha ritenuto inadeguata sotto il profilo dimensionale un'operazione che comporti l'impiego di circa un terzo del patrimonio complessivo dell'operatore (Trib Milano 18/02/2009) o il 70% del portafoglio del cliente (Trib Bari 1/02/2011).

<sup>3</sup> Cfr. SANGIOVANNI, *Operazioni inadeguate e doveri informativi dell'intermediario finanziario*, in *Giur. comm.* 2009, 3, p. 557.

dell'inadempimento alla risoluzione dello stesso. Né si ritiene ravvisabile un errore essenziale sotto il profilo dell'identità dell'oggetto ovvero sulla qualità dello stesso (art. 1429 n. 2 c.c.) che comporti l'annullabilità del contratto. Sul punto sarebbe da segnalare che la scheda tecnica consegnata al cliente era "sbagliata" in quanto relativa ad un diverso titolo, ma essendo stato provato nel corso del processo che le informazioni date verbalmente erano effettivamente attinenti al titolo richiesto dal cliente e che il titolo acquistato era effettivamente quello richiesto dal cliente, la richiesta attorea di far valere l'errore è stata disattesa.

Invece la mancanza dell'autorizzazione scritta a procedere all'acquisto dopo l'evviso verbale dell'inadeguatezza dell'operazione non trova modo di essere "sanata" in alcun modo e integra un inadempimento di non scarsa importanza (art. 1455 c.c.), tale da giustificare la risoluzione giudiziale del contratto. Il cliente, che si era rifiutato di fornire tutte le indicazioni richieste in merito alla propria situazione finanziaria, che aveva autonomamente richiesto alla propria banca di effettuare l'acquisto dei titoli, che viene travolto come molti dall'inatteso *default* dell'emittente, ottiene di farsi restituire integralmente le somme investite in tali titoli, oltre la rivalutazione monetaria dalla domanda all'effettivo esborso, si trattiene le cedole nel frattempo percepite (perché percepite in buona fede) e deve solo restituire i titoli (ormai privi di valore) alla banca che non ottiene neppure che venga valutata la condotta della controparte nella determinazione del danno ai sensi dell'art. 1277 c.c.

2. La sentenza in commento è una delle molte che sono state pronunciate dopo che il fallimento della Lehman ha determinato la repentina perdita di valore delle obbligazioni dalla stessa emesse. Nel caso di specie restano però in ombra i temi che più sono stati dibattuti in relazione a tali titoli ed emergono le stratificazioni delle varie fasi attraverso le quali è passata la tutela

dell'investitore, in particolare il contrappunto tra disciplina generale dettata dal codice civile in tema di responsabilità e disciplina speciale dettata del Tuf e dai regolamenti Consob<sup>4</sup>.

Poiché le emissioni Lehman a cui si riferiscono i casi portati di fronte ai giudici italiani si sono realizzate in parte nella vigenza della disciplina ante-Mifid, in parte (per le obbligazioni acquistate pochi mesi prima dell'insolvenza Lehman, dichiarata il 15 settembre 2008) nella vigenza del d.lgs. 164/2007 e del reg. Consob 16190/2007, si registrano difformità di esiti in relazione a tale cambio di regime giuridico. Nel caso di specie viene in considerazione la disciplina previgente e - come avremo modo di osservare - la soluzione del caso avrebbe potuto essere diametralmente opposta se si fosse potuta applicare la nuova disciplina.

Come è noto molti risparmiatori cd. *retail* che avevano acquistato obbligazioni Lehman a seguito del noto dissesto hanno convenuto in giudizio la banca intermediaria. Si è aggiunto così un nuovo capitolo alla saga del c.d. "risparmio tradito", che a partire dai casi Cirio Parmalat e Tango Bonds aveva dato vita ad un'alluvionale giurisprudenza in tema di effetti della violazione delle regole di comportamento da parte degli intermediari. Alla varietà di rimedi giuridici ipotizzati in quegli anni (oscillanti tra l'opzione per la nullità del contratto, comportante la restituzione delle somme corrisposte dall'investitore, e l'opzione a favore di una responsabilità risarcitoria precontrattuale o contrattuale a seconda della violazione addotta) ha acquisito un ruolo centrale il tema della omessa informazione da parte dell'intermediario del peggioramento della situazione

---

<sup>4</sup> Per una lettura dell'indirizzo giurisprudenziale affermato dalle sez unite dalla Cassazione a partire dalle sentenze n. 26724 e n. 26725 del 19 dicembre 2007, nel senso di una conferma che ai contratti conclusi nel mercato finanziario si applica il sistema del codice civile si veda LA ROCCA, *Il contratto di intermediazione mobiliare tra teoria economica e categorie civilistiche*, in *Rivista critica del diritto privato*, 2009, fasc. 1 pp. 107 ss, il quale ricorda altresì come il dubbio in ordine all'utile esperibilità nel mercato finanziario di principi e regole del diritto contrattuale fissato nel codice civile era già emerso all'indomani dell'entrata in vigore dei primissimi provvedimenti legislativi aventi ad oggetto il mercato mobiliare.

dell'emittente.

Il punto di partenza per la successiva giurisprudenza in tema di obbligazioni Lehman era quello già abbastanza avanzato, rappresentato dalla giurisprudenza che si era formata in merito alle obbligazioni Cirio Parmalat e ai bond Argentini<sup>5</sup>. In genere le richieste attoree partono dalla denuncia del cliente di non essere stato adeguatamente informato circa il rischio connesso all'acquisto di determinate obbligazioni e quindi approdano alla richiesta che sia dichiarata la nullità, l'annullamento o la risoluzione del contratto, con conseguente condanna dell'istituto bancario alla restituzione della somma investita o al risarcimento dei danni. La giurisprudenza che si è formata prima del *default* Lehman era generalmente propensa a riconoscere la responsabilità degli intermediari per difetto d'informazione dell'investitore. In particolare veniva evidenziato come non fosse credibile che l'intermediario non conoscesse la condizione di deterioramento finanziario dell'emittente al momento della sottoscrizione degli ordini di acquisto in contestazione (anche perché spesso il ricorso massiccio al credito obbligazionario da parte degli emittenti doveva servire proprio a ridurre l'esposizione bancaria divenuta insostenibile, determinando in capo agli intermediari bancari un'ulteriore responsabilità connessa al conflitto di interesse in cui vengono in tal modo a trovarsi)<sup>6</sup>.

Sul punto dei rimedi come ricordato si è oscillato tra nullità e risoluzione e nonostante la stagione della c.d., nullità virtuale sembra sia da considerarsi

---

<sup>5</sup> Cfr. PELLEGRINI, *L'inaccettabile conferma di un orientamento giurisprudenziale da tempo superato*, in *questa rivista*, 2010 II, p. 215.

<sup>6</sup> Da ultimo Cassazione civile sez. I, 6 luglio 2012, n. 11412, ma per una ricognizione delle posizioni precedenti si veda CALLEGARO, *Validità del contratto, conflitti di interesse e responsabilità nell'intermediazione finanziaria*, in *I Contratti*, 2010, fasc. 6 pp. 605 ss; nonché, per toccare con mano come la giurisprudenza di merito abbia recepito i principi che governano le fattispecie di conflitto di interessi nel nostro ordinamento, si veda Trib. Milano sez. VI 14 febbraio 2009, con nota di MAFFEIS, *Sostanza e rigore nella giurisprudenza ambrosiana del conflitto di interessi*, (Nota a Trib. Milano sez. VI 14 febbraio 2009), in *il Corriere giuridico*, 2009, fasc. 7 pp. 984 ss.

conclusa dopo le pronunce delle Sezioni Unite della Cassazione del 2007<sup>7</sup>, le azioni intraprese (anche dopo il *default* Lehman) continuano a riproporre tutta la panoplia di rimedi ipotizzabili.

L'elemento di novità rappresentato dalle sentenze Lehman è stata la necessaria presa d'atto che non sempre l'incompleta informazione a disposizione dell'investitore si contrapponga ad una migliore informazione disponibile all'intermediario, pertanto si segna un confine oltre il quale l'eventuale perdita subita dall'investitore deve ritenersi "ineluttabile" e comunque non imputabile all'intermediario.

3. Tratto costante della disciplina che governa il comportamento dell'intermediario è quella di addossare allo stesso il dovere di tenere ogni comportamento necessario al fine di garantire l'interesse dell'investitore e del mercato<sup>8</sup>. E' evidentemente l'intermediario il soggetto che si trova nella posizione di maggior informazione, di possibilità organizzative per realizzare tale fine e che inoltre ha interesse a mantenere la fiducia degli investitori nel sistema.

Per questo motivo il legislatore impone da un lato una serie di doveri di informazione e di comportamento, dall'altro stabilisce l'inversione dell'onere della prova, di modo che l'investitore sia adeguatamente tutelato sia nella fase precontrattuale e contrattuale sia in quella processuale nella quale, in caso abbia a subire un danno, può limitarsi a provare il contratto e il danno presumendosi la responsabilità per inadempimento dell'intermediario (e presumendosi anche che il danno è derivato dall'inadempimento)<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Sulle nuove nullità nel sistema delle invalidità e sul ruolo dell'informazione nel diritto europeo cfr. RENDE, *Le regole d'informazione nel diritto europeo dei contratti* in *Rivista di diritto civile*, 2012, fasc. 2, pp. 185 – 218.

<sup>8</sup> Cfr. GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, I, 2009, p. 360.

<sup>9</sup> La suprema Corte, nel ribadire il proprio indirizzo a favore della risoluzione dei contratti di in-

Nella giurisprudenza che si è formata attorno alle richieste di ristoro connesse ad acquisti di obbligazioni Lehman è tornata ad emergere la *ratio* originaria della disciplina di tutela dell'investitore considerato contraente meritevole di particolare tutela, e cioè la finalità di "colmare" la asimmetria informativa tra banca e cliente. Ma le sentenze di merito ad oggi evidenziano come possa anche aversi il caso in cui entrambe le parti contrattuali siano ugualmente (dis)informate. Di fronte a questa ipotesi, fermo restando il dovere in capo all'intermediario di tenere un comportamento complessivo "di protezione" nei confronti del cliente, non si può arrivare ad addossare all'intermediario la responsabilità per un evento di cui egli stesso non era informato.

Le pronunce di merito hanno preso atto del fatto che sino ai giorni immediatamente antecedenti al default la permanenza di un rating rimasto invariato all'interno del margine di sicurezza, unitamente alla assoluta incertezza e impraticabilità di criteri di valutazione del rischio diversi dalla valutazione di *rating* (quali l'andamento dei crediti *default swap*) costituiscono circostanze sufficienti per ritenere che gli intermediari non fossero tenuti a cogliere tempestivamente il rischio di default delle obbligazioni Lehman Brother e che quindi non si possa dire che abbiano violato i doveri di tempestiva informazione al riguardo nei confronti della clientela<sup>10</sup>. Tali posizioni giurisprudenziali ovviamente rendo-

---

vestimento a seguito dell'omesso adempimento degli obblighi informativi, ha anche avuto modo di arricchire le proprie argomentazioni in ordine al contenuto dell'onere della prova incombente sulle parti del contratto. Si veda ad esempio la sentenza Cass. n. 22147 del 2010 nella quale si afferma che "in tema d'intermediazione finanziaria, la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziari, può dar luogo a responsabilità contrattuale, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento e disinvestimento. Pertanto, è sufficiente che l'investitore allegghi da parte dell'intermediario l'inadempimento delle obbligazioni poste a suo carico dal D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 21 (integrato dalla normativa secondaria) e che provi che il pregiudizio lamentato consegua a siffatto inadempimento; l'intermediario ha invece l'onere di provare di aver rispettato i dettami di legge e di avere agito con la specifica diligenza richiesta".

<sup>10</sup> In tal senso ad es. Tribunale Novara, 23 giugno 2011, Est. Felice, Tribunale Torino, 20 no-



no ancora più evidente l'ambiguo ruolo delle agenzie di rating, che è ben presente alla riflessione giuridico-economica, ma che esula dai più limitati profili di risarcibilità del danno che sono emersi nella giurisprudenza italiana<sup>11</sup>.

Certo il *rating* non scagiona da responsabilità la banca se questa avesse comunque saputo della diversa situazione dell'emittente, ma bisogna provarlo, e comunque tale informazione non rilevarebbe se successiva all'acquisto (salvo il caso di gestione di portafogli).

4. Il caso in esame si pone in una posizione "di retroguardia" rispetto alla giurisprudenza appena descritta, e forse giova segnalare che la decisione del giudice disattende le conclusioni del consulente tecnico, arrivando a ritenere sussistente la responsabilità dell'intermediario su un punto che probabilmente nella sostanza oggi è percepito diversamente da come invece viene in rilievo giuridicamente per il giudice che applica strettamente la normativa vigente all'epoca dei fatti di cui è causa.

L'attore – come emerge dagli atti – è un investitore senza una educazione finanziaria specifica, che difficilmente potrebbe dirsi "cliente esperto" ai sensi della vigente disciplina, sicuramente però è un investitore altamente propenso al rischio, come dimostra la tipologia degli investimenti effettuati ed è anche molto attivo e determinato nei suoi investimenti al punto che in occasione

---

vembre 2012

<sup>11</sup> Sul peso del *rating* si veda MIGLIONICO, *Il giudizio di rating: incidenza sulle negoziazioni finanziarie e sulla stabilità dei mercati*, in *questa rivista*, 2010, il quale mette in guardia sulla responsabilità di questi soggetti il cui peso sostanziale nella fase del propagarsi delle crisi è pari a quella pacificamente riconosciuta nella fase del collocamento ed acquisto, senza che però sia prevista una responsabilità sul piano giuridico "Non v'è dubbio che le opinioni diffuse dai *raters* costituiscono una attendibile fonte informativa, a cui il mercato fa riferimento per la reputazione creditizia dell'obbligazione"... "è evidente come l'attribuzione di un elevato *rating* consente di negoziare uno strumento finanziario con un basso pericolo di insolvenza ad un tasso di interesse non elevato; ciò comporta, in caso di errata valutazione, una immediata propagazione del *default* reputazionale dei *raters*, unitamente ad una veloce traslazione dei rischi dall'emittente all'intermediario".

dell'acquisto delle obbligazioni Lehman è lui che chiede alla banca di prenotarne l'acquisto prima ancora dell'emissione informando lui la banca dell'esistenza del prodotto da acquistare, al punto che il dipendente della banca riferisce di aver dovuto reperire notizie a lui ancora non disponibili per poter assolvere gli obblighi di informazione e di comportamento richiesti.

Nella sentenza in esame ci troviamo di fronte al tipico caso dell'investitore che al momento dell'investimento punta al massimo profitto, e che in caso di cattivo esito dell'investimento invoca tutte le tutele che l'ordinamento dispone a protezione dei soggetti "deboli" ...e qualche volta, come in questo caso, trae pure vantaggio dall'applicazione di tale disciplina. Il caso fa emergere abbastanza chiaramente alcuni eccessi a cui poteva portare la previgente disciplina: non tanto per l'appiattimento di tutti gli investitori in un'unica categoria, quanto per la non sufficiente distinzione tra operazioni poste in essere dall'intermediario.

Oggi la valutazione di adeguatezza (che l'art. 29 del Reg. Consob 115522 richiedeva per tutti i clienti e per tutte le operazioni) deve essere effettuata dall'intermediario solo quando lo stesso presta consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio. Solo in questo caso deve ottenere dal cliente le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento. La raccolta di queste informazioni è necessaria all'intermediario per poter effettuare la valutazione di adeguatezza e quindi per poter raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari più adatti al cliente. Nel caso non sia possibile ottenere le informazioni necessarie a formulare tale valutazione l'impresa di investimento è tenuta a non prestare il servizio a differenza di quanto accadeva nella previgente normativa, nella vigenza della quale la valutazione di adeguatezza – estesa a tutti i servizi offerti

– comportava soltanto la necessità di avvisare il cliente dell'inadeguatezza dell'operazione e comunque consentiva di dare ugualmente corso alla prestazione del servizio purché risultasse per iscritto.

Per i servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio è richiesta una valutazione di appropriatezza, questa presuppone una raccolta di informazioni più circoscritte rispetto a quelle richieste per la valutazione di adeguatezza, sebbene siano in parte coincidenti con quelle da acquisire nel campo della conoscenza e esperienza anche per l'adeguatezza, sono finalizzate solo a verificare se il cliente è in grado di comprendere i rischi relativi al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto. La differenza forte tra la disciplina attinente i servizi che richiedono un giudizio di adeguatezza rispetto a quelli che richiedono una valutazione di appropriatezza è che nella seconda, nel caso le informazioni raccolte non siano sufficienti per formulare un giudizio di appropriatezza (ad esempio perché il cliente decide di non fornire le informazioni richieste), si può comunque dar corso al servizio purché il cliente sia stato avvertito di tale circostanza.

Infine, nella disciplina attualmente vigente, ci sono casi nei quali la responsabilità dell'operazione non può essere ricondotta all'intermediario, che torna ad essere un semplice esecutore di disposizioni ricevute dal cliente e non deve "proteggerlo da se stesso" salvo avvisarlo che per quel tipo di operazioni non verrà eseguita né la valutazione di adeguatezza né quella di appropriatezza. Si tratta appunto delle ipotesi di c.d. *execution only*, che si verificano allorché il cliente chieda all'intermediario di eseguire o trasmettere ordini, sempre che oggetto della prestazione siano strumenti non complessi e la richiesta parta dal cliente.

Come risulta evidente la nuova disciplina consente di meglio modulare i doveri dell'intermediario in funzione del servizio offerto e del bisogno di prote-

zione del cliente.

Resta indubbiamente il riconoscimento legislativo della non collocabilità su un piano di parità delle due parti contrattuali. Non solo perché la maggior parte della clientela rientra nella fascia più protetta dall'ordinamento (e cioè cliente non professionale), ma anche perché comunque è sempre prevista l'inversione dell'onere della prova (in ordine al rispetto degli obblighi di comportamento e di informazione) e la nullità che viene connessa ai requisiti di forma è una c.d. nullità di protezione che quindi può essere fatta valere solo dal cliente<sup>12</sup>.

Ma tornando al caso in esame l'investitore è riuscito a farsi risarcire l'investimento che aveva voluto e proposto alla propria banca, che è risultato disastroso per altri investitori ai quali i giudici hanno obiettato che non potevano avere ristori dagli intermediari per un default che nessuno poteva prevedere, perché, avendo rifiutato di fornire informazioni all'intermediario in ordine alle sue risorse, alla luce delle informazioni disponibili la concentrazione dell'investimento in un solo prodotto è da ritenersi "inadeguata" anche se era stato lo stesso cliente a chiedere di effettuare quell'ordine.

La richiesta della forma scritta dell'avviso di non adeguatezza rende l'intermediario responsabile<sup>13</sup> per l'intera perdita subita dall'investitore, non viene presa in considerazione l'ipotesi di ritenere valido il contratto per la parte che

---

<sup>12</sup> Cfr. D'AMICO, *Nullità virtuale - nullità di protezione (variazioni sulla nullità)*, in *I Contratti*, 2009, fasc. 7 pp. 732 ss.

<sup>13</sup> Peraltro nella vigenza della precedente disciplina è stato affermato abbastanza chiaramente che l'adempimento dell'obbligo di informare il cliente della non adeguatezza dell'operazione al cliente non può essere dimostrato se non con le modalità espressamente indicate dall'art. 29 del Reg Consob e ad esempio non potrebbe essere sostituito dalla sottoscrizione di dichiarazioni generiche, unilateralmente predeterminate e predisposte in via generale e modulare. ed è stato ribadito che per le operazioni da ritenere non adeguate sarebbe stato necessario uno specifico ordine scritto (o la registrazione telefonica di esso) perché l'intermediario potesse andare esente da responsabilità, essendo l'obbligo informativo attinente ad un settore negoziale ad alto contenuto tecnico quale quello dell'intermediazione finanziaria.

non eccede il limite dimensionale che possa essere ritenuto adeguato, né si modula la responsabilità dell'intermediario tenendo conto del tipo di operazione posta in essere, alla luce della successiva evoluzione della disciplina che ad esempio oggi, anche nel caso l'acquisto di cui è causa non si ritenesse rientrante nelle ipotesi della *execution only*, comunque si richiederebbe al massimo la valutazione soltanto dell'appropriatezza e quindi si sarebbe chiesto solo di valutare la conoscenza ed esperienza non anche di valutare la capacità del cliente di sostenere finanziariamente il rischio connesso all'investimento.

Colpisce nella sentenza in commento l'esito sostanzialmente iniquo cui si perviene applicando la previgente normativa, nella quale si ravvisa una sorta di responsabilità totale dell'intermediario al punto da non tener neppure conto del comportamento del cliente in sede di quantificazione del risarcimento ex art 1277 c.c.<sup>14</sup>

**Elisabetta Bani**

*Professore Associato di Diritto dell'Economia  
nell'Università di Pisa*

---

<sup>14</sup> Cfr. RENZULLI, *La rilevanza della negligenza dell'investitore tra effettività della tutela e violazione delle regole di condotta*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 4, p, 401.



## **TRIBUNALE ORDINARIO DI PARMA**

### **Sezione civile**

### **DECRETO 28 marzo 2013**

**Società per azioni quotate – operazioni con parti correlate – mancata dichiarazione di direzione e coordinamento – composizione del comitato di amministratori indipendenti – selezione degli esperti – irregolarità gestionali – *fairness opinion* - conflitto di interessi della banca d'affari - sussistenza.**

***(art.2391 bis c.c. – Reg. Consob n.17221 del 2010 – art.2497 c.c. – art.2409 c.c.)***

In data 31 luglio 2012 la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Parma presentava ricorso ai sensi dell'art.2409 c.c., richiamando l'esposto avanzato da Amber Capital L.P.

[...]

2.1. La sussistenza di una situazione di direzione e coordinamento di Parmalat S.p.A. da parte del gruppo Lactalis

In seguito al perfezionamento dell'offerta pubblica di acquisto lanciata nel maggio del 2011 il Gruppo Lactalis acquisì, direttamente o indirettamente, una quota pari a circa l'83% del capitale di Parmalat S.p.A., vale a dire una partecipazione di controllo rilevante ai sensi del combinato disposto degli artt. 2497-sexies e 2359 c.c.

In base a quanto enunciato nell'esposto presentato da Amber Capital L.P. alla Procura della Repubblica di Parma, il conflitto di interessi derivante da tale circostanza tra alcuni degli amministratori, dichiaratamente od occultamente espressione del controllante, e la società controllata da loro gestita avrebbe

comportato scelte irragionevolmente penalizzanti per quest'ultima.

[...]

A parere del Tribunale, dunque, sin dall'adesione di Parmalat al cd. *cash pooling* si sarebbe dovuto dichiarare la soggezione a direzione e coordinamento: in tal senso depone infatti, oltre alla presunzione legislativa *iuris tantum* di cui all'art.2497-sexies c.c., anche quanto disposto dall'art.37 comma 2 del Regolamento Consob n.16191 del 2007.

Segnatamente, la società cui riconoscere il ruolo di capogruppo della costellazione Lactalis era B.S.A. S.A., individuabile come tale sin dal documento di offerta per l'offerta pubblica di acquisto e comunque dalla c.d. *fairness opinion* redatta da Mediobanca il 5 ottobre 2011 su incarico del Comitato per il controllo interno della società di Collecchio proprio in relazione all'adesione al sistema di tesoreria accentrata di cui si è detto.

Ebbene, l'omessa dichiarazione di sottoposizione a eterodirezione va ritenuta tale da integrare una grave irregolarità, poiché ne conseguì la mancata applicazione dello statuto organizzativo dei gruppi societari disegnato dal legislatore della riforma del 2003; al riguardo, possono richiamarsi, senza pretesa di esaudività le seguenti disposizioni:

- l'art. 2497 co.4 -bis c.c., ai fini di una completa e trasparente informazione del mercato e dei soci di minoranza;
- l'art.2497-ter c.c. che come noto obbliga a motivare analiticamente le decisioni, con puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi coinvolti e palese prospettazione di quello di gruppo, laddove sussista;
- l'art. 37 del regolamento Consob n.16191 del 2007, anche ai fini della valutazione di indipendenza degli amministratori, nel caso di specie da effettuare alla stregua degli artt.3.C.1 e 3.C.2 del Codice di autodisciplina di Borsa Italiana, cui Parmalat S.p.A. ha dichiarato di aderire ai sensi



dell'art.123-bis co.2 del d.lgs. 28 febbraio 1998, n.58 (c.d. testo unico della finanza: d'ora innanzi T.U.F.).

- Le disposizioni statutarie e in particolare l'art.12 in tema di indipendenza degli amministratori e l'art.15 in materia di direzione e coordinamento da parte di soggetti terzi tale da determinare un potenziale conflitto di interessi in capo agli amministratori; invero, la locuzione "nella gestione" di cui all'art.2409 c.c. va intesa in senso oggettivo, identificando tutti gli atti posti in essere dagli amministratori nell'ambito delle attività connesse a tale qualifica.

Considerate le ampie dissertazioni spese dalle difese dei sindaci e amministratori, appare poi opportuno precisare che l'osservanza della disciplina concernente le operazioni con parti correlate non può considerarsi equipollente all'applicazione della normativa in tema di direzione e coordinamento, pur regolamentando entrambe profili giuridici del fenomeno economico dei gruppi di impresa, e in ultima analisi, mirando a neutralizzare i potenziali effetti negativi derivanti alla singola società dall'appartenenza a un gruppo. A tacer d'altro, non vi è coincidenza tra l'obbligo di motivazione di cui all'art.2497-ter c.c. e quello di cui agli artt. 7 lett.e) e 8 lett.c) del Regolamento Consob n.17221 del 24 settembre 2010; l'art.14 del Regolamento testé citato, inoltre, prevede un'apposita disciplina per le operazioni con parti correlate poste in essere in costanza di direzione e coordinamento e da questa influenzate, che risulterebbe ultronea ove si ritenesse che il Regolamento stesso abbia natura speciale ed equivalente rispetto alle disposizioni concernenti l'eterodirezione societaria. Diversamente opinando, d'altronde, si legittimerebbe un'arbitraria selezione delle disposizioni applicabili da parte degli stessi soggetti tenuti a osservarle, nonostante il carattere imperativo delle norme in questione, dettate a tutela di interessi generali e di rango costituzionale, come quello al risparmio.

L'irregolarità consistente nell'omessa osservanza del plesso di disposizioni testé richiamate, tuttavia, non risulta rilevante ai sensi dell'art.2409 c.c., in quanto la già richiamata delibera adottata dal Consiglio di amministrazione di Parmalat S.p.A. il 31 luglio 2012 ne esclude l'attualità rendendo altresì superflua ogni considerazione in merito alla potenziale lesività della stessa per la società.

Tuttavia, la sussistenza della direzione e coordinamento di Parmalat S.p.A. da parte di B.S.A. S.A. sin dal settembre 2011 costituisce un'ineludibile chiave di lettura delle altre operazioni poste in essere dalla società di Collecchio, al fine di verificare se le stesse integrino violazioni della normativa in materia di conflitto di interessi.

2.2. Irregolarità nella composizione del Comitato per le operazioni con parti correlate.

Ad opinione del Tribunale costituisce grave irregolarità rilevante ai sensi dell'art.2409 c.c. innanzitutto la circostanza – segnalata da Amber Capital L.P. nell'esposto originario, ribadita dalla Procura della Repubblica nella memoria depositata in data 22 novembre 2012 e non contestata dalla difesa degli amministratori di maggioranza – in base alla quale il consigliere R. avrebbe rivestito, prima della sua nomina ad amministratore di Parmalat S.p.A., l'incarico di sindaco di Lactalis Italia, BIG Sr.l. ed Egidio Galbani S.p.A. società tutte facenti parte del Gruppo Lactalis.

Infatti ciò risulta in contrasto con i requisiti dettati dall'art.12 lett.a) dello Statuto della società che fa riferimento a una nozione di azionista di controllo senz'altro riferibile al Gruppo Lactalis; inoltre, deve ritenersi che la retribuzione percepita dal consigliere R. per i suddetti ruoli sia stata congruamente commisurata al prestigio e all'importanza di ciascuno degli incarichi ricoperti e, dunque, fosse tale da minarne l'indipendenza ai sensi della citata previsione statutaria.

Pertanto, nella nomina dello stesso R. a presidente del Comitato di cui all'art.8 del Regolamento Consob 17221 del 2010 va ravvisata una violazione della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, non potendo egli ritenersi indipendente alla stregua dello statuto; per di più, il ruolo indubbiamente primario che egli svolge in seno a tale organo societario consente di inferire ragionevolmente che detta situazione sia foriera di un danno patrimoniale quantomeno futuro per Parmalat S.p.A. in particolare in relazione al meccanismo di aggiustamento del corrispettivo per l'acquisizione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico, di cui si dirà in seguito.

[...]

2.6.1 L'acquisizione di Lactalis American Group, Lactalis Brasile e Lactalis Messico da parte del Gruppo Parmalat

Nel maggio 2012 Parmalat S.p.A. pubblicava – ai sensi dell' art.5 del Regolamento Consob n.17221 del 24 settembre 2010 e 71 del Regolamento Consob n.11971 del 14 maggio 1999 – un documento informativo avente ad oggetto un'operazione che sarebbe stata realizzata attraverso l'acquisto, diretto o tramite società totalmente controllate, dell'intero capitale sociale di L.A.G: Lactalis Brasile e Lactalis Messico.

[...]

2.6.1.2 La selezione di Mediobanca quale esperto indipendente

Con precipuo riferimento alla selezione dell'esperto indipendente ai sensi del combinato disposto degli artt. 8 comma 1 e 7 comma 1 lett. B) del Regolamento Consob n.17221 del 2010 va osservato quanto segue:

[...]

Il Tribunale ritiene altresì che la scelta di Mediobanca integri una grave irregolarità per violazione dell'art.7 comma 1 lett.b) del Regolamento n.17221 del 2010 sotto il profilo dell'indipendenza dell'esperto selezionato.

Al riguardo, a parte l'osservazione (che suonerebbe ovvia, se non fosse per un'esplicita argomentazione difensiva sul punto) per cui, una volta che il Comitato si determini all'esercizio della facoltà di nominare uno o più esperti gli stessi devono necessariamente essere indipendenti, come si evince da una lettura piana e scevra da interpretazioni cavillose del dettato della disposizione ora richiamata, peraltro attuativa sul piano regolamentare della delega contenuta nell'art.2391-bis co.1 c.c., va rilevato che l'indipendenza deve sussistere tanto rispetto alla società conferente l'incarico quanto rispetto alla controparte correlata.

In tal senso, d'altronde hanno condivisibilmente opinato gli stessi organi di Parmalat S.p.A. che hanno infatti espressamente considerato i rapporti esistenti e a loro noti tra Mediobanca e il Gruppo Lactalis, salvo poi ritenerli influenti anche sulla scorta di una sorta di affidamento ingenerato dalla mancanza di contestazioni sul punto da parte di Consob in occasione dell'adesione al c.d. cash pooling.

Sul punto, va rilevato che per non svuotare di significato la prescrizione normativa si cui si discute, il Comitato per le operazioni con parti correlate deve vagliare l'indipendenza dell'esperto al momento della selezione, essendo essa funzionale a neutralizzare il rischio che lo stesso sia influenzato nelle sue determinazioni da un interesse diverso da quello della società in favore della quale dovrà presentare la propria opera; ogni valutazione ex post circa le effettive modalità di espletamento dell'incarico deve pertanto ritenersi irrilevante ai fini della violazione dell'art.7 citato.

Né appare condivisibile il fatto che gli amministratori di Parmalat S.p.A. abbiano reputato sufficiente la verifica espletata in occasione dell'incarico relativo all'adesione al sistema di tesoreria accentrato del Gruppo Lactalis, in ragione del fatto che non erano emersi nel frattempo elementi modificativi della po-

sizione della banca. L'acquisizione si differenziava, infatti, profondamente dal c.d. cash pooling, sol che si consideri che quest'ultimo non comportava un definitivo passaggio di liquidità da Parmalat S.p.A. alla controllante B.S.A. S.A. e di conseguenza era plausibile ritenere non influente la circostanza per cui Mediobanca partecipava al finanziamento stipulato in data 25 aprile 2011 dalla stessa B.S.A. per 420 milioni di euro circa sui complessivi 6,7 miliardi di euro circa, tenuto anche conto del fatto che secondo quanto esposto proprio dalle difese degli amministratori, vigeva un espresso divieto per B.S.A. Finance di utilizzare la liquidità conferita da Parmalat nella tesoreria accentrata per il rimborso di tale prestito.

Sotto questo specifico profilo, appare opportuno rilevare come Mediobanca avrebbe dovuto ricevere, in occasione della già menzionata scadenza della c.d. Facility A fissata per il 15 luglio 2012, circa 94 milioni di euro, importo che al di là delle opinioni relativistiche espresse da vari dei soggetti sentiti in camera di consiglio, risulta indubbiamente consistente e tale da minare l'indipendenza di chi ha interesse a recuperarlo.

[...]

Alla luce di quanto sinora esposto, ritiene il Tribunale che sussista il fondato sospetto che l'acquisizione di L.A.G. Lactalis Brasile e Lactalis Messico sia stata il frutto di una direttiva promanante dalla controllante B.S.A. S.A. o, comunque, dal Gruppo Lactalis, attraverso vie diverse da quelle ufficiali, programmaticamente dannosa per Parmalat S.p.A., in quanto scientemente volta all'imputazione in capo a quest'ultima di una perdita consistita nella maggiorazione del valore delle società acquisite rispetto a quello di mercato, al fine di consentire alla capogruppo di far fronte alle scadenze più prossime nel tempo del prestito contratto e per l'offerta pubblica di acquisto avente quale oggetto proprio Parmalat S.p.A.

In altri termini, l'operazione in questione rispondeva, in parte, a un interesse terzo rispetto a quello della società oggetto del controllo giudiziale e va pertanto esclusa l'invocabilità del limite al sindacato giurisdizionale costituito dal merito delle scelte gestorie.

Al riguardo, vanno valorizzate, in estrema sintesi, le seguenti circostanze, di cui si è ampiamente dato conto in precedenza:

- La provenienza del Gruppo Lactalis dell'iniziativa e l'urgenza di portare a compimento l'operazione manifestata da esponenti dello stesso;
- La mancanza di un'effettiva autonoma valutazione dell'interesse di Parmalat S.p.A, al perfezionamento dell'acquisizione in questione da parte del Comitato a ciò preposto;
- La selezione di un esperto finanziario che non poteva reputarsi indipendente rispetto alla controparte dell'operazione, essendo anzi plausibilmente condizionato dalla prospettiva di riscuotere parte di quanto erogato a quest'ultima a titolo di finanziamento;
- L'anomalo intervento di esponenti del gruppo francese nei confronti del consulente finanziario che curava gli interessi di Parmalat S.p.A nelle trattative volte alla determinazione del corrispettivo di acquisto affinché venisse aumentato e, dunque, in senso opposto all'interesse della società di Collecchio;
- La coincidenza cronologica tra il pagamento della prima e più consistente parte del prezzo e la scadenza della cd. Facility A. per il cui saldo veniva effettivamente impiegata, che consente di arguire agevolmente una connessione teleologica tra i due flussi finanziari in questione;
- La totale omissione della motivazione ai sensi dell'art.2497-ter c.c., derivante dalla mancata dichiarazione di assoggettamento a direzione e coordinamento.

Non risulta, viceversa, rilevante in questa sede l'omessa considerazione di

possibili operazioni alternative all'acquisizione di cui al paragrafo 2.6. che, a tutto voler concedere, potrebbe forse integrare una violazione dell'art.2392 comma 1° c.c.. In ogni caso, la dannosità di una simile condotta si atterrebbe a lucro cessante o da perdita di chance; poiché, però, nell'odierno procedimento detta possibilità è stata prospettata a livello meramente ipotetico non può reputarsi assolto il relativo onere probatorio che, come condivisibilmente statuito dalla giurisprudenza di legittimità, richiede siano forniti elementi obiettivi da cui possa desumersi il danno.

Sotto altra prospettiva, le molteplici irregolarità rilevate dal Tribunale potrebbero aver prodotto un danno consistito nella divergenza tra quanto corrisposto e l'effettivo valore delle società acquisite; tuttavia, anche la prova di tale danno non è stata pienamente raggiunta, riposando su elementi essenzialmente indiziari e tali in ogni caso da legittimare un fondato sospetto, il che preclude l'adozione del richiesto provvedimento di rimozione.

Neppure appare utile la richiesta ispezione della società, poiché la peculiare interazione tra indagine penale e controllo giudiziario ha fatto sì che venissero versate in atti, almeno in parte, le risultanze delle perquisizioni poste in essere dall'organo inquirente anche presso Parmalat S.p.A. e risulta, pertanto, difficile ipotizzare che l'ispettore di nomina giudiziale possa reperire elementi ulteriori rispetto a quelli conseguiti attraverso il suddetto mezzo di ricerca della prova.

Con riferimento, invece, alle verifiche, tuttora in corso, afferenti al meccanismo di aggiustamento del corrispettivo, sussistono in capo agli attuali amministratori di Parmalat S.p.A. precisi doveri di diligenza e di lealtà, anche al fine di rimuovere i potenziali effetti dannosi conseguenti alle irregolarità commesse da chi li ha preceduti nella gestione della società; ne consegue l'attualità di qualsivoglia irregolarità consistente in condotte poste in essere in conflitto di inte-

ressi dall'organo amministrativo in questa fase, rilevante ai fini dell'art.2409 c.c. per le ricadute potenziali in termini economici per Parmalat S.p.A.

Sotto questo specifico profilo risulta fondato il sospetto che eventuali scelte volte a influenzare artatamente l'E.B.I.T.D.A. delle società acquisite siano state dettate dal Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. a danno di quest'ultima oppure che l'organo amministrativo non abbia diligentemente vigilato sull'operato della dirigenza di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico.

Sul punto, il Tribunale osserva che l'incarico conferito a Price Waterhouse & Cooper's e al collegio di esperti di cui si è detto appare, per la latitudine dell'oggetto, in astratto idoneo a neutralizzare il suddetto rischio; in concreto, tuttavia, è necessario verificare l'indipendenza dei tre soggetti individuati dal Comitato di Controllo Interno, mentre ciò risulta superfluo per la predetta società di revisione, atteso che la Procura della Repubblica non ha sollevato obiezioni in relazione ad essa sotto questo specifico profilo.

Un'ultima osservazione: il Tribunale condivide l'interpretazione delle clausole 5.24.2 e 5.24.3 del contratto di acquisizione, concernenti gli impegni di veridicità dei dati storici e di ragionevolezza dei risultati prospettici assunti nell'ambito della vendor due diligence, in base alla quale B.S.A. S.A. in caso di inadempimento sarebbe tenuta a risarcire il danno provocato a Parmalat S.p.A. anche oltre la somma di 144 milioni di dollari statunitensi prevista dal meccanismo di revisione (clausola 7.3.2 del medesimo contratto).

Al contempo, non c'è dubbio che le decisioni circa l'attivazione delle suddette clausole spettano a Parmalat S.p.A., il cui organo gestorio, tuttavia, appare al riguardo condizionabile da un conflitto di interessi foriero di un potenziale danno economico alla società, e non risulta allo stato essersi attivato per verificare detti precisi elementi.

Una particolare attenzione dovrà essere posta ai dati – effettivi, e non



meramente prospettici – di L.E.A., atteso che quelli utilizzati per l’elaborazione della vendor due diligence, per ammissione della stessa Ernst & Young, non sono stati oggetto di riconciliazione con quelli risultanti dal bilancio consolidato di Lactalis International, né è stata offerta documentazione di supporto per verificare su quali basi venivano allocati a L.E.A. certi costi sostenuti a livello centrale da Lactalis International, né il revisore disponeva dello stato patrimoniale di L.E.A., fatta eccezione per alcuni acconti ricevuti; per giunta, le voci relative al magazzino e agli acconti pagati non risultavano ripartire in base alla destinazione nella contabilità di Lactalis International. In senso analogo, peraltro, si pronunciava anche Price Waterhouse & Cooper’s.

Si rende dunque necessario nominare un commissario ad acta ai sensi dell’art.2409 comma 4° c.c., che affianchi il collegio di esperti nominato dalla società e Price Waterhouse & Cooper’s nell’incarico loro affidato e verifichi se gli amministratori si attivino per far valere i presidi contrattuali previsti a tutela della società in tema di aggiustamento del corrispettivo dell’acquisizione e di rispetto degli impegni di veridicità dei dati forniti e ragionevolezza delle stime assunte sanciti dalle clausole 5.24.2 e 5.24.3 del contratto denominato “Share purchase agreement”

In ogni caso, vale la pena di precisare che nel corso dell’espletamento del predetto incarico il Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. conserverà i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione.

Ulteriori provvedimenti opportuni che vanno adottati in questa sede sono:

Inibire la partecipazione di A. S. alle sedute e alle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A.,

Sostituire M.R. nel Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con altro amministratore indipendente e non correlato ai sensi dell’art. 12 dello statu-

to di Parmalat S.p.A..

Inibire ai sindaci A.M. e R.C., tuttora in carica, la partecipazione alle sedute e alle deliberazioni del Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A.

Sussistono infine ragioni di urgenza connesse al termine previsto per la conclusione delle operazioni attinenti all'aggiustamento del corrispettivo dell'acquisizione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico e, dunque, va disposta l'immediata efficacia del presente decreto.

P.Q.M.

Visti gli artt. 2409 comma 4° c.c. e 741 comma 2° c.p.c.,

- Ordina

Al Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. di adoperarsi in modo pieno e tempestivo per accertare eventuali indici rivelatori della non veridicità dei dati storici forniti e/o della non ragionevolezza dei risultati prospettici assunti nell'ambito della cd. Vendor due diligence redatta da Ernst & Young ai sensi del clausole 5.24.3 e 5.24.4 del contratto denominato "Share purchase agreement", anche sulla base della documentazione di L.A.G., Lactalis Brasile e Lactalis Messico, sino alla chiusura delle trattative concernenti l'attivazione e il funzionamento del meccanismo di aggiustamento del prezzo previsto dal contratto citato, riferendo al commissario all'uopo nominato.

Al Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. di sostituire M.R. nel Comitato per le Operazioni con Parti Correlate con altro amministratore indipendente e non correlato ai sensi dell'art. 12 dello statuto di Parmalat S.p.A.

Al Consigliere A.S. di non partecipare alle sedute e alle deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di Parmalat S.p.A. sino alla prossima assemblea dei soci che dovrà essere convocata a norma di statuto ai fini di decidere sulla sostituzione dello stesso.

Ai sindaci A.M. e R.C. di non partecipare alle sedute e alle deliberazioni del

Collegio Sindacale di Parmalat S.p.A., sino alla prossima assemblea dei soci che dovrà essere convocata a norma di statuto ai fini di decidere sulla sostituzione degli stessi

- Nomina

Commissario ad acta [...]

## LE MISURE DI CONTROLLO DELLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE IRROMPONO NELLA VALUTAZIONE DELLE IRREGOLARITÀ DI GESTIONE DI UNA SOCIETÀ QUOTATA\*

**SOMMARIO:** 1. Il fatto – 2. Interventi di interesse – 3. La corretta composizione del comitato per le operazioni con parti correlate: valutazioni del Tribunale – 4. L'intervento di un *advisor* finanziario e il rilascio di una *fairness opinion*

1. Il decreto del Tribunale di Parma qui commentato è stato adottato in relazione al procedimento di accertamento dell'esistenza di irregolarità nella gestione di una società emittente azioni quotate nel mercato regolamentato (ex art.2409 c.c.) e costituisce una delle prime occasioni in cui la nuova disciplina italiana sui rapporti con parti correlate delle società quotate forma oggetto di un'analisi giurisprudenziale, che si manifesta con la saliente e peculiare incisività della sanzione che consegue alla procedura speciale in questione <sup>1</sup>.

---

\* Si precisa che le opinioni espresse nel presente saggio sono del tutto personali e non devono intendersi in alcun modo riconducibili all'ente di appartenenza. Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> Dal momento dell'adozione del regolamento Consob attuativo dell'art.2391- *bis* c.c., la mate-

Il caso trae origine da una rilevante operazione di acquisto di partecipazioni azionarie effettuata da un noto emittente quotato nel mercato regolamentato italiano (la Parmalat S.p.A.), che ha rilevato l'intero capitale di alcune società appartenenti al gruppo riconducibile al nuovo azionista di controllo del medesimo emittente (il gruppo francese Lactalis): l'acquisizione delle partecipazioni da parte della controllata italiana era diretta a realizzare, all'interno del gruppo francese, un riassetto della catena di controllo delle attività americane (Lactalis American Group, Lactalis, Brasile e Lactalis Mexico) riferibili allo stesso azionista che, ricorrendo ad un significativo supporto finanziario, un anno prima aveva acquisito la quota di controllo del citato emittente. L'operazione di compravendita (con un esborso di circa novecento milioni di dollari) veniva perfezionata a maggio del 2012 e, in concomitanza con essa, venivano trasferiti alla stessa società acquirente anche i contratti di distribuzione dei prodotti del gruppo nel mercato americano e le relative licenze per la produzione e vendita nel medesimo continente. Subito dopo il perfezionamento dell'operazione, i nuovi consiglieri di minoranza, appena nominati nell'organo di amministrazione della Par-

---

ria non risulta ancora esplorata con sufficiente esperienza, ma già in un precedente ulteriore caso, non meno noto alle cronache di quello qui esaminato, il tema ha originato un importante seguito giudiziario, sul quale sono ancora pendenti diversi procedimenti: si intende far riferimento alla vicenda delle operazioni con parti correlate della compagnia di assicurazioni Fondiaria, che ha determinato una relazione del collegio sindacale all'assemblea degli azionisti della società quotata nel marzo 2012 (disponibile sul sito web della società), con conseguenti procedure sanzionatorie. L'analisi della nuova normativa, per altro verso, ha assunto progressivo spessore nel dibattito giuridico e se ne rinvencono già importanti contributi di approfondimento, tra i quali GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole sulle operazioni con parti correlate: una convivenza difficile*, in *Giur. comm.*, 2012, pp. 254 ss.; MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2011, I, pp. 319 ss.; CARIELLO, *Operazioni con parti correlate e sistema dualistico*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, pp.183 ss.; STELLA RICHTER M. JR., *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in *Riv. società*, 2011, pp.64 ss.; TROISI, *Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario*, in *Banca e borsa*, 2011, I, pp.649 ss.; MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pp.887 ss.; POMELLI, *La disciplina Consob delle operazioni con parti correlate*, in *Nuove leggi civ.*, 2010, pp.1333 ss. Per i precedenti si veda anche MIOLA, *Le operazioni con parti correlate*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Torino, 2010, pp.625 ss.

malat dall'assemblea degli azionisti (che aveva subito un rinvio di alcune settimane), avevano presentato sulla delibera in questione un esposto alla Consob, al quale conseguiva l'avvio di un procedimento amministrativo per la violazione dei compiti dell'organo di controllo della società quotata. Da qui, anche alla luce dell'iniziativa avanzata da un azionista di minoranza (il fondo Amber Capital L.P.), la Procura della Repubblica ha presentato un esposto al Tribunale, ravvisando nell'operazione "un'acquisizione a debito finalizzata al trasferimento della liquidità della controllata Parmalat S.p.A. alla controllante BSA S.A., mediante il pagamento di un corrispettivo di gran lunga superiore rispetto a quello congruo". Il Tribunale, ad esito di un'interessante disamina del caso, riconosce gli estremi di operazioni irregolari compiute dall'organo di amministrazione della società quotata e dispone la nomina di un commissario ad acta<sup>2</sup>.

Nell'ambito del fenomeno articolato delle relazioni con parti correlate, dunque, la fattispecie qui in esame investe in modo particolare uno dei rami di tale disciplina, per così dire, più ricco di sensibilità, cioè quello afferente ai rapporti tra l'emittente quotato e il suo azionista di controllo. In tale sottoinsieme, in particolare, è più intenso il rischio di estrazione di benefici privati, con possibile pregiudizio innanzitutto del patrimonio sociale e con potenziale danno degli altri azionisti di minoranza oltre che dei creditori, in forza del privilegio riconducibile al potere di influenza dominante, che avvince la gestione della società con maggiore pervasività rispetto a quanto mediamente può accadere nel caso di rapporti con altre categorie di parti correlate (altri azionisti con poteri di influenza notevole, *key managers* ed entità significativamente partecipate dall'emittente). Ad un tempo, va considerato che tale rischio si presenta più fisiologico nei rapporti con l'entità controllante, tenendo conto della dinamica

---

<sup>2</sup> La sentenza è pubblicata nel suo testo integrale sul sito istituzionale della società Parmalat S.p.a, unitamente ad una cospicua documentazione connessa con lo svolgimento ulteriore del caso.

ordinaria di funzionamento dell'impresa economica sviluppata in forma di gruppo societario e dell'immanenza dell'interesse del gruppo nel contesto delle decisioni di cui "vive" ciascuna componente aziendale controllata<sup>3</sup>.

Per tale aspetto, la questione trattata si intreccia con il complesso tema delle regole sui conflitti di interessi nella gestione delle società e sui principi di correttezza nel perseguimento del primario interesse sociale e, soprattutto, con i limiti alle attività di direzione e coordinamento, cui la riforma dell'art.2497 c.c. vincola anche la conduzione di una società controllata. Rispetto a tali problematiche, già dense di complesse ricostruzioni teoriche e pratiche intorno alla disciplina del gruppo societario<sup>(4)</sup>, il caso percorre il nuovo sentiero delle possibili conseguenze di un'ingerenza condizionante della capogruppo nelle decisioni della propria controllata, sotto il profilo specifico della regolarità del procedimento di trattazione delle operazioni che hanno come controparti entità soggette a comune controllo, dove il paradigma generale della corretta gestione societaria concorre e si puntualizza ulteriormente nel rischio di violare lo speciale procedimento di verifica definito dal nuovo art.2391 *bis* c.c.<sup>5</sup> e dalle norme at-

---

<sup>3</sup> Per un inquadramento nel contesto statunitense, da cui muovono i primi passi dell'analisi del tema, cfr. ATANASOV – BLACK - CICCOTELLO, *Law and tunneling*, in *The Journal of Corporation Law*, 2011, v.37:1, pp. 2 ss.; DJANKOV -LA PORTA, LOPEZ DE SILANES - SHLEIFER, *The law and economics of self dealing*, in *Journal of Financial Economics*, 2008, v.88, pp.430 ss.

<sup>4</sup> Sul tema del gruppo societario sia qui consentito rinviare solo ai più recenti contributi in materia: quanto ai presupposti della normativa conseguente alla riforma cfr. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. Società*, 2013, pp.420 ss.; per la specifica prospettiva del conflitto di interessi, invece, v. BERGAMASCHI, *Amministratori di società controllate: il problema del conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Riv. Dir. Commercialisti*, 2013, pp.311 ss.; MAUGERI, *Interesse sociale, interesse dei soci e interesse del gruppo*, in *Giur. comm.*, 2012, pp.66 ss.; TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010, ivi anche per riferimenti alla estesa bibliografia. Sul dibattito, che fa da sfondo, intorno all'identificazione dell'interesse sociale, per tutti, cfr. DENOZZA, *L'interesse sociale tra coordinamento e cooperazione*, in AA. VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2009, pp.9 ss.

<sup>5</sup> Il rapporto tra le molteplici disposizioni di prevenzione dei conflitti di interessi nel contesto del rinnovato diritto delle società è stato ben delineato in VENTORUZZO, *Commento all'art.2391*

tuative di tale disposizione, adottate dalla Consob con il Regolamento n. 17221 del 12 marzo 2010 (di seguito, indicato per brevità come "Regolamento")<sup>6</sup>.

Dei molti punti interessanti affrontati nell'iter argomentativo che conduce il Tribunale di Parma a ravvisare nella specie più di una irregolarità gestionale ex art. 2409 cc, nello spazio qui disponibile, sembra utile isolarne solo alcuni che sicuramente denotano elementi di maggiore novità, per l'applicazione delle nuove disposizioni nel contesto del funzionamento corrente degli organi di governo di un gruppo quotato, nonché nelle relazioni tra questi organi e i diversi consulenti che assistono un emittente nelle operazioni di finanza straordinaria.

2. La vicenda descritta evidenzia anzitutto quanto la nuova disciplina della gestione delle operazioni in conflitto di interessi non costituisca solo un *percorso formale* di adempimenti procedurali: in ciò probabilmente è da cogliere la più immediata nota di interesse della decisione, in quanto, sul piano della forma, appunto, gli organi sociali dell'emittente quotato avevano ottemperato alle diverse prescrizioni scandite dalla normativa regolamentare sulle principali operazioni con parti correlate: il coinvolgimento degli amministratori indipendenti nella fase delle trattative, la nomina di un *advisor* esterno, il rilascio di un parere

---

*bis*, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, Milano, 2005, pp. 540 ss. Dopo l'intervento della regolamentazione della Consob, v. anche POMELLI, *op. cit.*, pp.1339.

<sup>6</sup> Per completezza, si ricorda che il Regolamento n.17221 del 2010 – emanato a seguito di un protratto periodo di consultazioni - è stato successivamente modificato con delibera Consob n. 17389 del 23 giugno 2010 e, nell'immediato, ha avuto completamento con due Comunicazioni di chiarimento il 24 settembre e il 15 novembre 2010, in prossimità dell'avvio dell'applicazione delle nuove regole. Inoltre, in concomitanza con detto regolamento dedicato alla gestione delle operazioni con parti correlate, la Consob ha adottato una modifica al regolamento in materia di mercati, con particolare riguardo al relativo art.37, in cui è stata configurata una speciale disposizione per la composizione del comitato di amministratori indipendenti e del consiglio stesso, nella particolare fattispecie delle società quotate sottoposte a direzione e coordinamento di altra società o ente.

motivato sulla convenienza dell'operazione da parte dell'apposito comitato di amministratori indipendenti, la delibera dell'operazione da parte del consiglio di amministrazione, la pubblicazione di un documento informativo sull'operazione stessa. Eppure, nel procedere delle argomentazioni svolte nel decreto, si avverte un incalzante richiamo alla *effettività dei presidi di controllo* e ad una loro applicazione attenta agli aspetti sostanziali della disciplina stessa e non solo alla forma.

La decisione si sofferma sugli aspetti nevralgici della regolamentazione in questione e mette in luce anzitutto quanto possa risultare complessa la gestione del processo decisionale che conduce alla determinazione del corrispettivo dell'operazione di compravendita condotta con il socio di maggioranza, nei confronti del quale non opera il limite al giudizio sull'operato degli amministratori della società, derivante dalla c.d. *business judgement rule*, come ricorda lo stesso Tribunale, trattandosi "di sindacare non tanto l'osservanza del dovere di diligenza (c.d. *duty of care*), quanto dell'obbligo di fedeltà (c.d. *duty of loyalty*)".

In tale prospettiva, vengono presi in considerazione molteplici indici di irregolarità gestionale, registrati ad opinione del Tribunale a far tempo già dall'acquisizione del controllo sull'emittente, avvenuta senza aver disposto con la prontezza dovuta le misure previste per le società sottoposte a direzione e coordinamento (profilo per il quale nella specie la società, in una sorta di ravvedimento operoso, ha ovviato solo successivamente all'operazione che ha dato luogo al procedimento). In proposito, vi è da considerare appunto che la questione della manifestazione del potere di influenza dominante che concretizza i presupposti di applicazione degli artt.2497 c.c. ss. è tutt'altro che acquisita, dovendo essa risultare da situazioni di fatto che esprimono un'ingerenza qualificata della controllante nelle strategie o anche nella continuità della gestione cor-



rente dell'impresa controllata (<sup>7</sup>). E' dalla constatazione del momento in cui si realizza il presupposto della direzione e coordinamento, presunta peraltro in una situazione di controllo, che l'ordinamento appresta quelle misure di speciale protezione connesse ai rischi di tale condizione di ingerenza dominante nell'amministrazione della controllata. Ed è a far corso dal medesimo presupposto sostanziale che le disposizioni di diritto comune sui doveri degli amministratori si devono coordinare anche con quelle, di nuovo conio, riferite alle società con azioni quotate o diffuse per anticiparne la soglia di tutela e aggravare il regime dei controlli riguardanti la gestione delle operazioni con parti correlate (come prescritto dall'art.14 del medesimo Regolamento in argomento e dall'art.37 del Regolamento Consob in materia di mercati) <sup>8</sup>.

Il provvedimento del Tribunale di Parma, seguendo sempre il *leitmotiv* della irrinunciabile prevalenza della sostanza sulla forma, articola poi rilievi analitici che hanno interessato, in particolare: la composizione irregolare del comitato per le operazioni con parti correlate, le ingerenze di esponenti dell'azionista di maggioranza nella trattazione dell'operazione di acquisizione delle partecipazioni americane riferibili al medesimo azionista, la selezione di una banca in conflitto di interessi quale esperto indipendente per la valutazione del corrispettivo della compravendita, la selezione di un consulente legale a sua volta parte correlata (in quanto collegato ad un amministratore della società) e, soprattutto, le

---

<sup>7</sup> Cfr. BIANCHI L.A., *op. cit.*, pp. 420 ss., il quale evidenzia come nella pratica si presenti una notevole varietà di situazioni che possono concretare il paradigma della direzione e coordinamento, giungendo peraltro a ritenere che il "sistema" della disciplina in materia muove, sia pure implicitamente, dall'assunto che la trasmissione da parte del socio di controllo delle direttive o istruzioni aventi ad oggetto le scelte gestionali della società controllata debba avere luogo, necessariamente, tramite un "passaggio" formale, idoneo ad assicurare, anzitutto, quel carattere di sistematicità che si ritiene comunemente ne costituisca tratto distintivo.

<sup>8</sup> Sulla ricerca di una lettura coerente dello schema di articolazione *ex ante* della motivazione delle operazioni con parti correlate che possa dialogare con le considerazioni di vantaggi compensativi nell'ambito dei rapporti di gruppo, cfr. GILOTTA, *Interesse di gruppo e nuove regole*, *op. cit.*, pp. 254 s.

modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione di compravendita delle partecipazioni, per concludere, infine, con addebiti formulati anche sul comportamento del collegio sindacale, cui è imputata l'omissione di un controllo adeguato sui profili sopra evidenziati.

Tutto ciò conduce i giudici a decidere di emettere un ordine di riesame della convenienza dell'operazione di acquisto delle partecipazioni societarie e delle relative pattuizioni sul corrispettivo con specifico incarico conferito ad un commissario giudiziale appositamente nominato e, contestualmente, a disporre la sostituzione di uno dei componenti del comitato per le operazioni con parti correlate, ritenuto non indipendente, nonché a sancire il divieto di prendere parte alle riunioni degli organi della società per il consigliere che più direttamente ha espresso l'azionista di maggioranza e per due sindaci, di cui viene chiesta la sostituzione nella successiva assemblea degli azionisti <sup>9</sup>.

3. A giudizio del Tribunale, una delle gravi irregolarità procedurali a carico della società andava ravvisata, come detto, nella non corretta composizione del comitato per le operazioni con parti correlate. In proposito, la decisione si sofferma sulla valutazione di indipendenza di un componente di tale organismo, costituito, come è noto, in seno al consiglio di amministrazione con la precipua finalità di esprimersi preventivamente in occasione di un'operazione con parti correlate, con un parere *"sull'interesse della società al compimento dell'operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni"* (per le operazioni di minore rilevanza, in forza dell'art.7 co.1 lett.a del Regolamento e, per le operazioni di maggiore rilevanza, in base al successivo art 8 co.1 lett.b del medesimo). Sul punto, facendosi tesoro

---

<sup>9</sup> Sui penetranti poteri conseguenti al procedimento speciale di controllo giudiziario, dopo la riforma v. SALAFIA, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, *Commento sub art.2409 c.c., op. cit.*, pp. 300 ss.

dell'esperienza di *best practice* desunta dagli ordinamenti stranieri, in cui il tema ha avuto una più antica maturazione, il ruolo del comitato di amministratori indipendenti e della valutazione dell'interesse sociale *at arm's length* è stato prontamente additato come uno dei "cardini" della nuova disciplina<sup>10</sup>. Per esso, va ricordato che l'Autorità dei mercati, consapevole delle asperità di tale qualificazione, dopo un esteso periodo di confronto con gli esperti e gli operatori, è giunta ad ammettere una composizione *a maggioranza* di consiglieri indipendenti per le operazioni di minore rilievo, restando ferma per converso la prescrizione di un comitato con la *totalità* di membri indipendenti per le operazioni di maggiore rilevanza<sup>11</sup>.

Nella controversia in esame, il requisito di indipendenza è stato ritenuto violato dal Tribunale, in considerazione delle cariche ricoperte *prima della sua nomina* da uno dei componenti del comitato, risultato anche *sindaco* di tre società appartenenti al gruppo dell'azionista di maggioranza. Trattandosi del presidente del comitato, il *vulnus* addebitato è stato ritenuto ancor più critico.

A ben vedere, la condizione di indipendenza statutariamente regolata dalla società si presentava di per sé con caratteristiche intermedie tra quelle strettamente corrispondenti all'art.148 co.3 TUF e quelle più ampie prescritte

---

<sup>10</sup> Così MONTALENTI, *op. cit.*, p.323. Sulla rilevanza del ruolo degli amministratori indipendenti si vedano, tra gli altri, REGOLI, *Gli amministratori indipendenti*, in AA.VV., *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2007, v.2, pp. 385 ss.; TOMBARI, *Verso uno statuto speciale degli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p.51; FERRO LUZZI, *Indipendente... da chi; da cosa?*, in *Riv. Soc.*, 2007, p.204; PISANI MASSA-MORMILE, *Appunti sugli amministratori indipendenti*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, pp. 237; RIMINI, *Gli amministratori indipendenti nella proposta di regolamentazione Consob in materia di operazioni con parti correlate*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p.587; SALANITRO, *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, pp. 1 s.; CHIAPPETTA, *Gli amministratori indipendenti e gli amministratori di minoranza*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, p.852; cfr. pure ASSONIME, Circolare n.45/2009).

<sup>11</sup> Nel caso qui considerato, per maggiore precisione, si noti che il comitato (se fosse stato già rinnovato dopo l'entrata in vigore delle nuove disposizioni) avrebbe dovuto essere composto di soli indipendenti anche per le operazioni di minore rilevanza, trattandosi di società quotata sottoposta a direzione e coordinamento (in ragione della speciale disposizione a queste riservata nel citato art.37 del regolamento mercati).

dal codice di autodisciplina delle società quotate, essendone stata tracciata una configurazione basata sulla esclusione: a) di *recenti relazioni economiche* rilevanti con la società stessa, le sue controllate, gli amministratori esecutivi, gli azionisti titolari di partecipazioni di controllo o di collegamento nella società; b) di *cariche di amministratore* in società o loro controllanti che abbiano tali caratteristiche. Se si ha riguardo alle due previsioni, pertanto, l'esistenza di cariche nel collegio sindacale di società del gruppo dell'azionista di maggioranza poteva venire in rilievo per inficiare l'indipendenza dell'amministratore della società quotata solo dal punto di vista della loro eventuale rilevanza economica (che, in questi termini, rendeva necessario un ragionevole apprezzamento qualitativo in rapporto al grado di influenza di essa sulla neutralità di giudizio dell'esponente) e non era di per sé considerata un legame organico autonomamente incompatibile<sup>12</sup>.

Sul piano normativo, occorre a tal proposito notare che la previsione del Regolamento Consob (ex art.3 co.1 lett. h del Regolamento, come precisato anche dalla Comunicazione del 24 settembre 2010), ancorandosi alternativamente al requisito di indipendenza previsto dall'articolo 148, co.3 TUF per i sindaci ovvero alle eventuali *ulteriori* definizioni per esso individuate nelle procedure interne adottate dalla società o configurate dalle norme di autodisciplina del mercato (in caso di adesione al relativo codice), ammette in pratica una formulazione dello stesso requisito in termini non del tutto tassativi. Del resto, anche le analisi avanzate in dottrina sul significato dell'indipendenza, come requisito dei componenti degli organi, hanno messo spesso in luce la problematicità del ten-

---

<sup>12</sup> Senza soffermarsi oltre sul caso particolare, valga qui notare solo che il decreto del Tribunale in commento si è limitato su questo punto della motivazione a considerare ragionevole che la retribuzione per le cariche nel gruppo della controllante fosse commisurata al relativo prestigio e come tale in condizioni di minare l'indipendenza richiesta al ruolo di garanzia dell'esponente.

tativo di raccoglierne la declinazione in uno statuto unitario<sup>13</sup>. Per essa, quanto meno al livello delle società quotate, sembra potersi registrare un apparente *floor*, nel parametro minimo delle condizioni di incompatibilità stabilite dalla legge per i sindaci (condizioni rilevanti anche per il rinvio introdotto nella identificazione degli amministratori indipendenti dall'art.147-ter co.4 all'art.148 co.3 TUF). Rispetto a queste condizioni "minime", peraltro, la necessità di un adeguamento si è palesata indispensabile, sul piano interpretativo, mettendosi meglio a fuoco la connotazione di indipendenza quando essa viene predicata per gli amministratori in confronto con quella definita dalla legge per i sindaci<sup>14</sup>. Il risultato raggiunto con tale assestamento, dunque, ammette per gli amministratori indipendenti limitati incarichi *non esecutivi* in società controllate dalla quotata senza per ciò solo compromettere il divisato requisito.

Diversa sensibilità e maggior rigore paiono ora delinearsi, per contro, nella ricostruzione sviluppata dal decreto in esame, per legami posti "a monte" dell'impresa quotata, cioè nell'area dei suoi azionisti.

Vi è ben da considerare che il tenore dell'art.148 co. 3 TUF annovera tra

---

<sup>13</sup> Oltre agli studi già citati, sul punto anche CAPRARA, *La clausola generale dell'indipendenza: nozione e declinazioni operative*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto societario*, Trattato di diritto societario e diritto pubblico dell'economia a cura di Galgano, volume LXI, Padova, 2011, p. 292, il quale valorizza l'idea di un profilo giuridico e oggettivo dell'indipendenza come regola di comportamento e tende ricostruirne l'identità normativa a prescindere dalle funzioni (prevalentemente) gestorie o (prevalentemente) di controllo, attinenti ai diversi "statuti speciali" di essa, per riannodarne la rilevanza da un lato sulla disciplina dell'atto di nomina e dall'altro sul piano della responsabilità.

<sup>14</sup> La Comunicazione Consob del 20 maggio 2010, in proposito, si è così espressa: "considerato, quindi, che un amministratore indipendente si contraddistingue per la sua autonomia di giudizio nei confronti degli amministratori esecutivi e per l'assenza di coinvolgimento nella gestione della società, nell'applicare agli amministratori i requisiti previsti per i sindaci dalla lettera b) dell'art. 148, comma 3, del TUF [...] si ritiene che gli amministratori a cui fa riferimento la predetta disposizione debbano essere considerati *gli amministratori con incarichi esecutivi*." Tale ricostruzione ha condotto a riconoscere quindi, che la nomina di un amministratore indipendente della quotata quale *amministratore indipendente in società controllate* dalla medesima quotata non comporti di per sé la perdita della qualifica di indipendente, restando fermo per contro il vincolo di dover al contempo monitorare che la pluralità di incarichi non possa configurare quei "rapporti di natura patrimoniale" con la società o le società del gruppo "che ne compromettano l'indipendenza".

le situazioni incompatibili relazioni qualificate con l'azionista di controllo dell'emittente quotato e che l'art.3 del codice di autodisciplina dei mercati – nonché, per il caso preso qui in esame, anche il ricordato disposto statutario dell'emittente - ne ha esteso la portata ad incarichi pregressi recenti, ma non necessariamente concomitanti, oltre che a rapporti con azionisti non controllanti, ma con potere di influenza notevole. In rapporto a tali previsioni, le eventuali relazioni di lavoro autonomo o subordinato o altri rapporti di natura patrimoniale o professionale intrattenuti dall'esponente aziendale interessato dal giudizio di indipendenza non paiono avere necessariamente una diversa coloritura secondo che si riferiscano a società controllanti ovvero controllate, restando comunque esposti - a differenza degli incarichi organici di gestione che fossero assunti in tali entità - ad una valutazione caso per caso, ancorata all'apprezzamento del rischio concreto di compromissione di quella stabile neutralità di giudizio che è richiesta al medesimo soggetto per il ruolo di garanzia ad esso affidato <sup>15</sup>.

Dunque, alla luce del decreto in esame (e con riserva di attendere l'esito del procedimento che risulta avviato sul caso in seconde istanze e la maturazione di una più consolidata giurisprudenza) sembrerebbe che la carica nell'organo con funzioni di controllo dell'azionista di maggioranza (o di altre società del relativo gruppo), se non attentamente valutata, possa concretamente inficiare l'indipendenza dell'amministratore della controllata quotata, ai fini delle procedure sulle operazioni con parti correlate. Ancorché infatti tale carica esprima un

---

<sup>15</sup> Un'attenta distinzione delle diverse funzioni di prevenzione dei rischi di condizionamento e di auto-riesame, che il divieto di incarichi nel gruppo può configurare in rapporto al ruolo dei sindaci è stata da tempo messa in evidenza. Per un'analisi di esse dopo la riforma del diritto societario, cfr. RIGOTTI, *Commento sub art 2399 c.c.*, in AA.VV., *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, cit., pp. 51 ss. In merito alla difficoltà di quantificare in soglie predeterminabili gli indicatori di rilevanza dei rapporti che possono compromettere l'indipendenza v. TANTINI, *Gli altri rapporti di natura patrimoniale e l'indipendenza dei sindaci*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto societario*, cit., pp. 371 ss.

ruolo diverso e meno inquinante rispetto a quello di amministratore esecutivo della controllante stessa (sicuramente vietato) e forse anche rispetto a quello di amministratore non esecutivo o indipendente (per il quale risulta di massima più permissivo l'art.3.c.1 del codice di autodisciplina del mercato), tale relazione pare prestarsi ad un rischio da valutare diversamente da quello che la stessa autorità di vigilanza dei mercati ha ritenuto, invece, mediamente compatibile con il requisito di indipendenza degli amministratori, se assunto in una società controllata dall'emittente quotato.

In altri termini, rispetto a questa ricostruzione, sembra giocare un ruolo dirimente la circostanza che le cariche in questione siano percepite come potenzialmente espressive dell'interesse di un'entità che (anziché essere influenzata) risulta in grado di influenzare l'emittente quotato <sup>16</sup>.

E appena il caso di considerare qui che nella normativa speciale sui rapporti con soggetti collegati del settore bancario, costruita secondo un modello in larga misura simile a quello adottato dalla Consob, il pieno esercizio delle responsabilità proprie dell'amministratore indipendente può essere compromesso anche da interessi presenti nella singola operazione considerata. Di tal che il legame con la specifica controparte, che non fosse sufficiente a qualificarsi per un impedimento generale anche in altre operazioni, può venire in rilievo per imporre una presa di distanza dell'esponente dal ruolo di garanzia nel caso concretamente trattato <sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Vale notare che l'emittente quotata coinvolta nel giudizio in commento ha diffuso un parere *pro veritate* (parere del prof. Ferrarini, disponibile sul sito della società) in cui alla tesi del Tribunale si oppone una lettura favorevole al mantenimento del requisito di indipendenza per l'amministratore, tenendo anche conto della Comunicazione Consob del 20 febbraio 1997, con la quale si raccomandava che un sindaco fosse nominato nei collegi sindacali anche delle società controllate, implicitamente ammettendo che il cumulo di cariche di controllo nello stesso gruppo fosse permesso.

<sup>17</sup> Cfr. Istruzioni di vigilanza prudenziale della Banca d'Italia, Titolo V, Cap.V della Circolare n.263/2006, aggiornamento del dicembre 2011, adottato in attuazione dell'art.53.co.4 TUB. Diventa dunque necessario in tale ambito non limitarsi alla *disclosure* degli interessi prevista

4. Un profilo centrale della decisione riguarda le modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e l'intervento di un *advisor* finanziario incaricato di una sua valutazione e del rilascio di una *fairness opinion* a supporto delle decisioni del consiglio di amministrazione e del comitato per le operazioni con parti correlate. Il Tribunale di Parma ha ritenuto fondato il sospetto che l'acquisizione sia stata l'esito di una direttiva, dannosa per Parmalat, proveniente dalla controllante. Tale direttiva sarebbe stata volta a determinare a carico di Parmalat una perdita consistente nella maggiorazione del valore delle società acquisite rispetto a quello di mercato, al fine di consentire alla capogruppo francese di far fronte alla scadenza del prestito contratto per l'offerta pubblica di acquisto realizzata sulla stessa Parmalat un anno prima.

Il corrispettivo complessivo per la compravendita delle partecipazioni è stato stabilito tra le parti mediante la previsione di un meccanismo di adeguamento del prezzo, che doveva tener conto dei risultati effettivamente conseguiti dalle società acquisite, rispetto a quelli previsionali, sui quali è stata inizialmente basata (attraverso una stima dell'EBITDA) la determinazione del valore economico delle società, le cui azioni erano oggetto di trasferimento. Sulla congruità di tale corrispettivo e sul relativo meccanismo di adeguamento si è pronunciato il comitato per le operazioni con parti correlate della società, prendendo atto dei risultati della consulenza richiesta dal consiglio di amministrazione della medesima società quotata ad una banca d'affari, qualificata come esperto finanziario di primario rilievo.

Su tale aspetto insiste il nucleo fondamentale della normativa italiana del 2010, che ha articolato il nuovo sistema dei controlli sulle operazioni con parti correlate ed ha allestito per le società quotate o con azioni diffuse una procedu-

---

dall'art.2391 c.c.



ra aggravata di trattazione delle operazioni in questione, diretta in ultima analisi ad assicurarne la correttezza sostanziale, oltre che procedurale. Tale impianto, sebbene con diversi scostamenti, è stato praticamente esteso, a partire dal 2013, anche ai gruppi bancari, in forza dell'analogo intervento delle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia che riguardano le operazioni con soggetti collegati nel settore creditizio<sup>18</sup>.

La specificazione dei doveri di diligenza e dei doveri fiduciari dei componenti degli organi sociali si concentra infatti sull'esigenza di un'attenta e trasparente analisi dell'equilibrio negoziale raggiunto nelle relazioni particolarmente sospette di potenziale conflitto di interessi.

Per le operazioni di maggiore rilevanza, l'intervento tempestivo degli amministratori indipendenti già nella fase di svolgimento delle trattative e di istruttoria interna delle operazioni con parti correlate e, dunque ben prima che esse assurgano allo stadio di maturazione di una proposta di decisione per l'organo amministrativo, è certamente un tratto qualificante di detta regolamentazione<sup>19</sup>. Parimenti, risultano determinanti sia la necessità di uno specifico parere favorevole del comitato di amministratori indipendenti, sia la pubblicazione di un apposito documento informativo da parte degli emittenti azioni quotate o diffuse, che contenga le argomentazioni sulle quali è stato basato un compiuto giudizio di convenienza e correttezza sostanziale dell'operazione, in modo da poter orientare le decisioni di portafoglio degli investitori (in coerenza con il presidio della trasparenza verso il mercato, propria del regime speciale di tali emittenti).

Orbene, nel decreto in oggetto trova emersione con decisiva sottolineatura la considerazione che il ruolo degli amministratori indipendenti in tali deci-

---

<sup>18</sup> Cfr. Istruzioni di vigilanza prudenziale, Titolo V, Cap.V della Circolare n.263/2006 della Banca d'Italia, *op. cit.*

<sup>19</sup> Cfr. art. 8 co.1 lett. b del Regolamento Consob, su cui v. MONTALENTI, *op. cit.*, p. 323.

sioni non può appiattirsi su una semplice “presa d’atto” del giudizio formulato da un esperto esterno, ancorché possa trattarsi di un operatore professionalmente qualificato, investito al contempo dalla medesima società e dal suo consiglio di amministrazione. Anche nei confronti di una consulenza specialistica, e non solo in relazione alle strutture aziendali, viene preteso da tali amministratori un adeguato atteggiamento critico. Specularmente, viene colto in fallo anche il ruolo di secondo livello prescritto all’organo di controllo interno, che dell’attività dei primi deve valutare la congruenza con le condizioni poste dalla normativa.

Soprattutto, appare degna di nota l’enfasi con cui si chiede che il comportamento degli esponenti indipendenti, ai quali la normativa ha assegnato la speciale funzione di garanzia sopra ricordata, si esprima in modo attivo. Questo deve anzitutto manifestarsi attraverso l’effettività di un intervento conoscitivo precedente alla decisione, che non può essere contraddetto da un’analisi dell’evoluzione della trattativa in cui emergano dubbi sulla materiale disponibilità degli spazi temporali per un sufficiente approfondimento su questioni essenziali relative ad un equilibrato componimento negoziale definitivo, in presenza di un continuo spostamento dei parametri di oscillazione delle stime espresse dagli esperti. A tale ordine di possibili rilievi si ascrive, ad esempio, anche la notazione della avvenuta rinuncia ai termini di preventiva comunicazione di alcune delle informazioni rilevanti previsti dalle procedure interne, con l’effetto di una pratica contaminazione del requisito di correttezza procedurale in condizione sostanziale della stessa valutazione riservata a detti amministratori.

L’impegno atteso dagli amministratori indipendenti si concretizza poi nell’esercizio di un’attenta analisi con spirito critico di eventuali fattori di rischio che possono annidarsi in anomalie presenti nell’operazione e nel contesto di riferimento, ivi compresi i potenziali effetti di interessi ulteriori, che interferisca-

no con l'incarico conferito agli esperti esterni, fino a poterne condizionare il contributo specialistico.

Su tale piega della motivazione del provvedimento va sicuramente registrata la gravità con cui vien giudicata l'omissione di una sufficiente considerazione del diverso conflitto di interessi che investiva – oltre che il consulente legale prescelto per l'assistenza nella negoziazione del contratto (anch'esso parte correlata) - la posizione della banca selezionata sia come *advisor* finanziario, sia come esperto indipendente.

Secondo la ricostruzione avanzata nella decisione, infatti, il comitato di amministratori indipendenti poteva anche limitarsi a non formulare una propria valutazione su diverse possibili modalità di realizzazione dell'operazione rispetto a quelle prescelte dal *management* della società, legittimamente avvalendosi dell'assistenza di un esperto, cui avesse deciso di affidarsi facendone proprie le conclusioni.

Tuttavia, questo iter non è ritenuto percorribile nelle situazioni in cui un pieno affidamento riposto sull'opinione di un esperto debba convivere con la consapevolezza di limitazioni imputabili al contributo di tale collaboratore sotto l'essenziale profilo della sua indipendenza<sup>20</sup>.

E' parso consistente in proposito che la banca d'affari incaricata di tale ruolo di supporto professionale potesse avere uno specifico interesse al perfezionamento dell'operazione, tenendo conto anche della circostanza che la me-

---

<sup>20</sup> Merita di essere segnalato uno dei canoni di comportamento che si trovano proposti tra i principi di valutazione dell'Organismo Italiano di Valutazione (recentemente elaborati e diffusi sul sito istituzionale di tale organizzazione [www.fondazioneoiv.it](http://www.fondazioneoiv.it)), secondo cui: se l'esperto fa uso di specialisti significa di norma che non dispone delle competenze in grado di verificare l'appropriatezza della base informativa utilizzata dagli specialisti stessi. Tuttavia se l'esperto assume i risultati di altri specialisti come input o come parte della propria stima è necessario che comunque verifichi con spirito critico l'assenza di fattori di contesto in grado di far ritenere non ragionevole: a) il processo seguito dallo specialista; b) i risultati cui lo specialista è giunto, al fine di potersi esprimere sull'assenza di ragioni che possano far dubitare della credibilità o dell'affidabilità dell'informazione usata dagli specialisti (par.4.2).

desima banca vantava verso l'azionista di maggioranza dell'emittente quotato una significativa esposizione creditizia (parte della quale risultava particolarmente prossima per entità e termini di scadenza al regolamento del corrispettivo pattuito per l'operazione in esame).

Viene dunque incentrata su tali elementi indiziari la prova dello sviamento del giudizio di correttezza dei valori aziendali trasferiti, fondando un conseguente sospetto di sopravvalutazione del corrispettivo, con possibile danno dell'emittente quotato controllato.

Il caso rappresenta in modo esemplare quanto nel mondo reale possa risultare complesso e, talora, controvertibile stabilire se nella decisione assunta dagli organi dell'emittente quotato effettivamente vada identificata una manchevolezza nella quantificazione del valore delle risorse scambiate con una parte correlata; in particolar modo quando non si tratti di attività oggetto di un mercato fluido e trasparente, con prezzi immediatamente comparabili, ma si verta su partecipazioni azionarie non quotate, i cui metodi di valutazione possono risultare molteplici e complessi, con l'effetto immancabile di condurre ad ampi intervalli di valori compatibili con condizioni di equità.

Appare dunque quasi fisiologico registrare nella casistica lo spostamento dell'attenzione di chi ne fa un riesame su aspetti metodologici e, soprattutto, su eventuali diversi altri rischi esterni rispetto a tale giudizio.

Probabilmente, vi è da questo punto di vista una zona di *safe harbour* che può considerarsi infranta in ogni eventualità in cui il delicato ruolo valutativo possa apparire di per sé compromesso da un concorrente intreccio di interessi in conflitto, che irrompe nella configurazione dell'operazione e che, come nel caso di specie, può condurre al risultato di un giudizio di irregolarità.

Nel concludere, vi è qui da notare ancora solo la possibilità che in materia giungano ad assumere un rilievo indiretto, saldandosi in qualche modo in un'unica fattispecie concreta, le regole sul conflitto di interessi – del tutto diverse rispetto a quelle riguardanti le operazioni con parti correlate, da cui si distinguono sia per finalità, che per logiche di impostazione – relative alla correttezza del comportamento degli intermediari finanziari professionali, attivi nella prestazione di servizi di investimento, ivi inclusi i servizi di consulenza finanziaria<sup>21</sup>.

Laddove infatti il rilascio di una *fairness opinion*, per l'oggetto del parere e le caratteristiche del servizio prestato su strumenti finanziari, dovesse rientrare anche in tale ambito speciale di normazione della condotta del valutatore, come intermediario finanziario soggetto all'art.21 del TUF, ne deriverebbe ragionevolmente un possibile motivo di allerta per gli amministratori che dovesse avvalersene<sup>22</sup>, in quanto il procedimento stesso previsto da tale distinta di-

---

<sup>21</sup> Sulla disciplina dei conflitti di interessi degli intermediari e sul relativo obbligo di monitorare e gestire le diverse relazioni ad essi riferibili e a tale scopo potenzialmente rilevanti, nonché sull'attivazione del dovere di informarne i clienti in caso di rischio di arrecare loro un nocumento, tra gli altri, cfr. ampiamente SCOTTI CAMUZZI, *La normativa sul conflitto di interessi tra intermediari e clienti nella prestazione di servizi d'investimento*, in *Banca e borsa*, 2011, I, p.287; CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori e mercato, il recepimento della MIFID*, Padova, 2008, pp.189 ss.; PRESTI- RESCIGNO, *Il conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento: diagnosi e terapie*, in Associazione per lo sviluppo degli studi di banca e borsa, Quaderno n.235, 2007 (consultabile sul sito [www.assbb.it](http://www.assbb.it)).

<sup>22</sup> Per vero, anche nelle attività di valutazione non riconducibili all'ambito dei servizi d'investimento, occorre tener conto dei recenti principi già sopra richiamati e in corso di elaborazione da parte dell'Organismo Italiano di Valutazione, per il quale: “la condizione di indipendenza deve essere precisata con riferimento alle caratteristiche del lavoro svolto. Deve essere totale nelle valutazioni ufficiali, dove il requisito deve essere soddisfatto senza alcuna condizione o limitazione (alla stregua – ad esempio – di quanto è previsto dai principi di revisione contabile). La condizione di indipendenza deve sussistere anche per le valutazioni libere formulate con equo apprezzamento, mentre nelle valutazioni di parte (proposte valutative ai fini di un confronto) è previsto che, nel rispetto dei requisiti generali di oggettività e di diligenza, siano valorizzati i profili di interesse del mandante. Comunque, la presenza di eventuali conflitti di interesse (diretti ed indiretti) dell'esperto nell'oggetto della valutazione o nel rapporto di consulenza va resa esplicita” (par.3). In tale documento di analisi, per altro verso, si distinguono le possibili modalità di coinvolgimento dell'esperto, in quanto viene notato che “in gran parte dei casi le analisi eseguite per conto dei consigli di amministrazione di società chiamate a deliberare operazioni straordinarie, e da questi ultimi trasmesse alle assemblee deliberanti, hanno natura di pareri valutativi e non già di valutazioni.”

sciplina condurrebbe a tracciare l'eventuale accettazione dei conflitti d'interessi riconducibili all'esperto incaricato, con relativo ulteriore onere di più intensa analisi e motivazione.

**Emilio De Lillo**

*Dottore di Ricerca in Diritto dei Mercati Finanziari  
Responsabile di Consulenza Legale Societaria di Intesa Sanpaolo"*

