

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

1 / 2017

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Maserà
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

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

L. Ammannati, 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, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, 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:

L. Di Brina, R. Lener, F. Moliterni, M. Pellegrini, I. Sabbatelli,
M. Sepe, D. Siclari, A. Urbani

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*
(Europe and banks. The 'uncertainties' of the Italian system).....1

SANDRO AMOROSINO – *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche dell'era telematica*
(Public settings of the economic activities carried out with electronic tools).....21

FRANCESCO DI CIOMMO – *La consulenza finanziaria alla luce della Mifid 2: profili giuridici*
(Investment advisory under MIFID 2: legal issues).....39

ALBERTO LUPOI – *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento* ("Financial products" within the scope of law: rising of the financial risk as core component of any financial transaction)..... 69

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – *Di tutta l'erba un fascio: il caso CARIFE e delle altre tre banche* (Don't lump everything together: the CARIFE and other three banks cases) nota a sentenza del Tar Lazio, n. 166 del 7 gennaio 2017.....1

EDUARDO RULLI – *Risoluzione e dichiarazione di insolvenza: chi sono i “cessati rappresentanti legali” da sentire ex art. 82 t.u.b.?* (Resolution and judicial insolvency proceeding: who are the “former legal representatives” to be sued in the trial?) nota a sentenza della Corte di appello di Bologna, 13-19 Maggio 2016.....23

PARTE PRIMA

ARTICOLI

L'EUROPA E LE BANCHE.

LE 'INCERTEZZE' DEL SISTEMA ITALIANO *

(Europe and banks. The 'uncertainties' of the Italian system)

ABSTRACT: *This article explores the contents of the book «The European Banking Union», in which are analyzed certain of the most significant issues raised by the constitution of the European Banking Union and the implementation of the first two pillars (SSM and SRM). The analysis highlights the uncertainties about the interpretation of the regulations recently adopted by the EU competent institutions, taking into consideration the strict position of the European Commission about the State aid rules for banks in crisis. Hence, a banking system whose subjects are often «in trouble», being burdened by a huge stock of non-performing loans (NPLs) and by a gradual «loss of confidence» by the saving-holders.*

SOMMARIO: 1. Le banche europee di fronte ad una regolazione *complessa*. - 2. I contenuti del volume 'L'unione bancaria europea': il meccanismo unico di vigilanza... - 3. *Segue:* ... e quello di risoluzione delle crisi. - 4. L'impatto del nuovo sistema disciplinare sulla realtà finanziaria italiana.

1. All'indomani dell'emanazione del decreto lgs . n. 180 del 2015 di recepimento della direttiva BRR, presso l'Università Cattolica di Milano in un convegno organizzato dall'ADDE (Associazione Docenti Diritto dell' Economia) numerosi studiosi, affrontando la tematica «Quali regole e per quali mercati? », proponevano di fare chiarezza sui contenuti normativi di una regolazione che appariva di non facile applicazione e di certo innovativa rispetto alla logica ordinatoria che, per lungo tempo, ha contraddistinto la disciplina giuridica delle 'crisi bancarie'.¹

Una prima risposta agli interrogativi sollevati da detta regolazione ci è data

*Si pubblica con integrazioni e l'aggiunta di note il testo della relazione svolta nell'*Incontro di studio 'le Banche e l'Europa'*, organizzato dalla Fondazione CESIFIN Alberto Predieri, tenutosi a Firenze il 9 febbraio 2017.

¹Se ne vedano gli *Atti*, pubblicati col titolo *Temi e problemi di diritto dell'economia nel Supplemento* n. 3 del fasc. n. 4 della *Riv. trim. dir. econ.*, 2015.

stasera dai contributi del volume *'L'unione bancaria europea'* che in questa sede viene presentato. E' una risposta per certi versi *esaustiva*, in quanto l'opera affronta alcune tra le più significative problematiche sollevate dalla costituzione dell'UBE e dalla realizzazione dei primi due 'pilastri' (SSM e SRM) posti a fondamento della stessa. Essa, tuttavia, denota alcuni limiti, dovuti alla intrinseca complessità che connota la materia oggetto d'analisi ed all'approccio metodologico, d'impianto teorico, seguito da molti autori, i quali nel valutare la realtà giuridica (sottesa alla traslazione della 'supervisione bancaria' alla BCE ed alla composita tecnica della procedura di 'risoluzione delle crisi') oggetto d'esame appaiono interessati soprattutto a ricercare 'forme e modelli' di sistemazione concettuale.

Ed invero - circoscrivendo la mia riflessione ad alcuni soltanto dei lavori pubblicati nel volume che ci occupa - peculiare attenzione viene dedicata ora ai tratti caratterizzanti di quella che viene definita «una nuova integrazione per accentrimento» (Torchia), ora alla valutazione della incidenza sulla tenuta precettiva dell'art. 47 cost. ascrivibile allo spostamento di puntuali competenze e poteri dall'area domestica a quella sovranazionale (Pisaneschi). Del resto, anche gli stessi *curatori* del volume, hanno *rispolverato* - nell'introduzione dell'opera - la teoria dell'«ordinamento sezionale del credito», elaborata da M.S. Giannini negli anni quaranta del novecento; teoria il cui richiamo mi sembra, tuttavia, inappropriato atteso che essa fa riferimento ad una 'pluralità di ordinamenti', configurabile all'interno di un «unitario» contesto politico istituzionale, realtà al presente di certo non ipotizzabile con riguardo all'Unione Europea.

Indubbiamente, la materia oggetto d'analisi si caratterizza per complessità ed innovazione del regime disciplinare di riferimento; ne è conferma il fatto che i *curatori* - richiamando le valutazioni tecniche al riguardo formulate dalla autorità di settore, sottolineando la necessità di «tornare a riflettere sull' adeguatezza del nuovo quadro normativo sulla gestione delle crisi bancarie»² - evidenziano le *incer-*

²Cfr. VISCO, *Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia*

tezze interpretative poste dalla regolazione recentemente adottata dai vertici UE, a fronte della *ferma* posizione assunta dalla Commissione europea in tema di ‘aiuti di Stato’ alle Banche in crisi.

Volendo identificare le cause di detta complessità necessita far riferimento ai profondi cambiamenti che è dato riscontrare vuoi nel sistema di ‘supervisione bancaria’, vuoi nella procedura di ‘risoluzione delle crisi’; entrambe destinate ad incidere su una realtà che vede gli appartenenti al settore provati da una crisi finanziaria i cui esiti ritardano tuttora un adeguato riavvio della crescita.

Più in particolare, rilevano sul punto le innovative modalità d’intervento che la BCE è in grado di effettuare nell’ambito dei poteri ad essa riconosciuti dal *Mecanismo unico di vigilanza*. Ed invero, le verifiche ora disposte nei confronti delle cd. *banche significative* - vale a dire gli *stress test* sui requisiti patrimoniali richiesti a tali enti creditizi e l’*Aqr* concernente la valutazione della qualità dei loro attivi - appaiono decisamente più invasive rispetto a quelle in passato attuate dall’autorità nazionale.³ E’ evidente come il sistema *oggettivo* di controlli demandati ai vertici dell’Unione - caratterizzato per il ridimensionamento dei *poteri discrezionali* tipicamente propri degli organi di supervisione domestici - si sia tradotto in forme tecniche di vigilanza che (oltre ad essere esercitate da soggetti di nazionalità diversa da quella delle banche alle medesime sottoposte) mettono a dura prova la *tenuta* degli enti creditizi, costretti tra l’altro ad un aggravio di costi per il potenziamento delle funzioni di *compliance* e di ‘controlli interni’. Da qui lo scenario di un sistema banca-

dei depositi europee, Audizione tenuta presso la 6a Commissione permanente (Finanze e tesoro) del Senato della Repubblica, Roma, 19 aprile 2016, p. 17 delle bozze di stampa.

³Gli *stress test* della BCE sullo ‘stato di salute’ degli enti creditizi italiani hanno causato fin dalla loro prima applicazione in forte *shock* macroeconomico; cfr. LOCATELLI, *Messori: il sistema bancocentrico italiano è al tramonto, Fondazioni e banche popolari da riformare*, in *FIRSTonline* del 26 novembre 2013. Sono emersi, infatti, molteplici fattori – entità della ricapitalizzazione degli appartenenti al settore a fronte della difficoltà di rinvenire investitori, opinabili operazioni di risoluzione di crisi, *shift* tecnologico e conseguente necessità di digitalizzazione, innovazioni recate dalla realizzazione della *Capital Markets Union*, ecc. – che, mostrando i ritardi del *sistema bancario domestico* rispetto a numerose realtà straniere, hanno evidenziato la necessità di procedere a significative modifiche disciplinari, tali da consentire un più ampio ricorso a forme di finanziamento diretto sui mercati; cfr. sul punto PANETTA, *Un sistema finanziario per la crescita*, intervento a ‘The Adam Smith Society’ Milano, 27 gennaio 2014, il quale peraltro definiva tale rinnovamento «un obiettivo ambizioso, possibile su un orizzonte temporale esteso».

rio i cui soggetti sono spesso 'in affanno', essendo gravati da un'ingente massa di crediti deteriorati e da una progressiva 'perdita di fiducia' da parte dei risparmiatori.

2. E' in questa premessa che mi sembrano poco conferenti - ai fini della proposizione di una compiuta linea interpretativa delle nuove forme disciplinari - le perplessità, rappresentate da alcuni autori (Torchia, Sorace), in ordine alla ipotizzabile inosservanza - nel nuovo contesto dispositivo - della nota dottrina Meroni (in base alla quale le istituzioni UE non possono delegare poteri che conferiscano «ad organismi terzi una libertà d'apprezzamento tale da concretarsi in un vero e proprio potere discrezionale»⁴).

Analogamente, sembrano *eccessivi* i dubbi sollevati da alcuni studiosi (Torchia, Sorace, Gardella) con riguardo alla distribuzione di competenze tra le autorità dell'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo (e tra queste ultime e gli organi nazionali di supervisione). Tali dubbi, come in altra sede ho avuto modo di sottolineare, sono superati da una lettura prospettica del regolamento n. 1024 del 2013 (nel quale, a fronte della funzione dell'EBA «di elaborare progetti di norme tecniche, nonché orientamenti e raccomandazioni finalizzati alla convergenza.. (della) ... vigilanza ... (in) ... ambito ...UE» [*considerando* n. 32] viene riconosciuto alla BCE il contestuale potere di «adottare regolamenti a norma dell'art. 132 del trattato sul funzionamento dell'UE», vale a dire nella misura da quest'ultima ritenuta necessaria per assolvere i suoi compiti istituzionali). A ben considerare, infatti, il rischio di possibili *sovrapposizioni* tra gli interventi delle autorità in parola si ridimensiona ipotizzando che in futuro l'EBA, costretta a districarsi tra posizioni spesso confliggenti, adotterà in concreto un ruolo poco propositivo, correlato all'intento di non gravare eccessivamente su talune realtà consolidate nei paesi

⁴Cfr. la sentenza della Corte di Giustizia del 13 giugno 1958 (Meroni c./ Alta Autorità, cause nn. 9 e 10/56), consultabile sul sito internet <http://eur-lex.europa.eu>. Per un parziale superamento dei principi contenuti nel richiamato provvedimento, cfr., da ultimo la sentenza della Corte di giustizia del 22 gennaio 2014 (causa C-270/12), in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2014, p. 205 ss., con nota di ROSSANO, *Lo short selling ed i poteri dell'Esma*.

aderenti all'Unione Bancaria Europea»; ciò, prescindendo dall'ulteriore eventualità in cui detta autorità rinunci, addirittura, all'assunzione di decisioni i cui contenuti sono ritenuti di difficile gradimento (da uno dei due «blocchi» di Stati destinatari dei suoi interventi).⁵

Meritevole di considerazione mi sembra, invece, il particolare rilievo riservato, nell'opera che si presenta, all'analisi del ruolo della BCE. Correttamente si puntualizza in un contributo del volume (Lo Schiavo) che la attribuzione di compiti e poteri diretti alla nominata istituzione si giustifica per il fatto che «la creazione dell'EBA nel 2011 non era... riuscita a realizzare una diretta vigilanza prudenziale ... nei confronti delle banche»; donde il riconoscimento alla stessa di competenze destinate all'esercizio di una «vigilanza bancaria conforme a *standard* comuni di livello elevato in tutta la zona euro», come si legge nella *Relazione* alla 'Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio'.⁶ Vorrei qui aggiungere solo che l'affidamento alla BCE di specifiche funzioni di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, disposta ai sensi dell'art. 127 del TFUE, si configura in linea con l'intensa attività dalla medesima svolta nell'ultimo quinquennio allorché ha adottato molteplici misure (*i.e.* le cd. operazioni *non convenzionali*) per la stabilizzazione dei mercati ed il supporto finanziario al settore produttivo colpito da una pesante fase recessiva.⁷ Conseguisce la coerenza del progetto UBE con il carattere unitario del fenomeno «moneta-credito» (cui si ricollega il nesso esistente tra il *governo del credito* e la *liquidità monetaria*) in quanto la Banca centrale europea, su un piano sostanziale, ha svolto un'attività inquadrabile tra quelle che notoriamente caratterizzano l'azione propria delle banche centrali.⁸ Va sottolineato, tuttavia, che - nonostante le funzioni di tale istituto risultino incardinate in uno schema di *central banking*⁹ - l'incisività

⁵Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 135, nota n. 26.

⁶Cfr. documento COM(2012) 511, parag. n. 1.

⁷Ci si riferisce, in particolare,

⁸Cfr. BENIGNO, *Poteri straordinari della banca centrale in un sistema di moneta fiduciaria*, in AA.VV., *La gestione della crisi. Il mercato, le imprese, la società*, Padova, 2013, p. 94 ss.,

⁹Si ha riguardo, in particolare all'intervento di stabilizzazione dei mercati - annunciato da Mario Draghi al *World Economic Forum* il 22 gennaio 2015 - denominato *Quantitative easing*; misura (da annoverare tra

dell'impegno interventistico della BCE (spesso costretta a superare le incomprensioni e gli ingiustificati veti prospettati da alcuni Stati membri¹⁰) ed il processo evolutivo della stessa non consentono ad oggi di qualificarla alla stregua di una «banca centrale», come di recente ha sottolineato un autorevole studioso.¹¹

Del pari, va segnalata l'attenzione, dedicata da alcuni contributi del volume (Del Gatto, Macchia), al rapporto tra le autorità di supervisione e quelle di risoluzione. Viene, infatti, evidenziata la 'separatezza' che il regolatore europeo ha inteso disporre tra i differenti meccanismi di supervisione e di risoluzione, previa adozione di un criterio ordinatorio sulla cui osservanza è possibile, a mio avviso, sollevare dubbi in base a considerazioni di vario genere. In primo luogo, suscita perplessità l'esclusione di una partecipazione attiva della BCE dall'*agere* del SRM: orientano in tal senso alcune precisazioni formulate dalla nominata istituzione, la quale in proposito ha tenuto a puntualizzare che «*as a supervisor, the ECB will have an important role in deciding whether a bank is failing or likely to fail*»; donde la configurabilità di un chiaro intento di non voler circoscrivere il proprio ruolo nell'ambito di quello proprio di un «osservatore permanente».¹² Venendo, poi, alla valutazione delle modalità con cui, sul piano delle concretezze, sono stati tenuti distinte le predette forme di controllo appare significativa la circostanza che - a fronte del disposto dell'art. 3, comma terzo, della BRRD, nel quale viene attribuita agli Stati membri la facoltà di «prevedere in via eccezionale che l'autorità di risoluzione sia l'autorità competente per la vigilanza» - in numerosi paesi (Germania, Francia, Italia, Olanda, Irlanda) l'autorità di risoluzione coincide con quella di vigilanza.¹³ Se ne deduce la

quelle *non convenzionali*) consistente nell'impegno ad acquistare, sul mercato secondario, titoli di debito pubblici e privati (a partire da marzo 2015 almeno fino a settembre 2016) al ritmo di 60 miliardi di euro al mese, e comunque fino a quando il tasso di inflazione nell' eurozona sarà tornato ad avvicinarsi al 2%.

¹⁰*In primis* della Germania, preoccupata non solo di dover finanziare senza fine il *deficit* degli Stati prodighi, cfr. ZINGALES, *La scommessa di Draghi e il dovere dei governi*, in *Ilsole24Ore* del 9 settembre 2012

¹¹Cfr. CIOCCA, *La banca che ci manca*, Roma, 2014, *passim*.

¹²Cfr. l'annotazione relativa al *Single Resolution Mechanism*, nella pagina dedicata alla *Banking Union*, pubblicata sul sito istituzionale www.bankingsupervision.europa.eu

¹³Con riguardo a tali opzioni si vedano i seguenti documenti: per la Germania «German government moves forward with package of measures for European banking unional», su www.bundesfinanz

volontà di tener fermi i benefici di un'organizzazione unitaria che consente lo scambio di informazioni e di esperienze pregresse, oltre alla fruizione di possibili economie di scala. Da ultimo, non può trascurarsi di considerare il ruolo primario che *in subjecta materia* deve essere riconosciuto alla Commissione, arbitra unica delle decisioni in materia di «aiuti di Stato», la quale - pur collocandosi al di fuori del quadro delle autorità istituzionali poste a presidio della stabilità del sistema bancario europeo - di certo con la sua azione interagisce sull'efficacia delle misure di vigilanza e/o di risoluzione, essendo ad essa rimessa la valutazione della possibilità d'interventi in deroga al divieto di concedere «aiuti... mediante risorse statali» (art. 107, comma primo, TFUE).

Alla luce di quanto precede non mi sembrano condivisibili i timori formulati in alcuni contributi (in particolare: Torchia), confermati poi nella relazione dell'avv. Capolino, in ordine alla limitata possibilità di «sottoporre a controllo giurisdizionale le decisioni e i provvedimenti». Al riguardo, reca un contributo chiarificatore la riflessione di un acuto studioso che, facendo riferimento alla natura del provvedimento, distingue i casi di fattispecie *monofasica* da quelli *bifasica*, all'uopo segnalando che nelle ipotesi in cui il procedimento si conclude con una decisione della BCE (ad esempio: l' autorizzazione all'accesso all'attività bancaria ovvero il controllo degli assetti proprietari) il carattere strumentale e non vincolante della «proposta formulata dalla ANC ...non consente di ravvisare ...(l'esistenza di) ... condizioni perché l'atto possa essere impugnato davanti al giudice italiano».¹⁴ Pertanto, non v'è dubbio che, in presenza di tali fattispecie *bifasiche*, in base al disposto dell'art. 263 TFUE, che sottopone gli atti della BCE al controllo di legittimità della *Corte di giustizia dell'Unione europea*, è innanzi a quest' ultima che andrà invocata la tutela av-

ministerium.de/Content/EN/Pressemitteilungen/2014/2014-07-09-package-of-measures-foreuropea n-bankingunion.html?; per l'Olanda «D NB to become national resolution authority», su *www.dnb.nl /en/news/news-and-arch-ive /dnbulletin-2014/dnb309365.jsp*; per l' Irlanda «Central Bank of Ireland designated as Ireland's National Resolution Authority», su *www.centralbank.ie/pressarea /pressreleasesPages/CentralBankofIreland-desi-gnatedasIreland's NationalResolutionAuthority.aspx*; ed infine per la Francia, paese nel quale l'autorità di risoluzione è attivata presso la banca centrale, rileva il disposto della Loi n. 2013-672 del 26 luglio 2013.

¹⁴Cfr. GUARRACINO, *Le "procedure comuni" nel meccanismo di vigilanza unico sugli enti creditizi: profili sostanziali e giurisdizionali*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2014, pp. 275-278.

verso gli effetti del provvedimento adottato dalla predetta autorità europea.¹⁵

3. Passando, successivamente, all'esame del complesso disciplinare relativo alla 'gestione delle crisi' degli appartenenti al settore, mi sembra opportuno sottolineare che l'analisi non può prescindere da adeguate valutazioni del cambiamento (registrato negli ultimi anni) delle forme di regolazione, i cui effetti appaiono ancor più rilevanti di quanto non sia dato constatare con riguardo alle modifiche del regime normativo della supervisione bancaria.

Al riguardo, è bene aver presente che il *Meccanismo unico di risoluzione delle crisi* (SRM) - definito con l'approvazione, da parte del Parlamento europeo, della direttiva UE n. 2014/59 (cd. BRRD) e del regolamento UE n. 806/2014 (cd. SRM) - ha introdotto rimedi profondamente diversi da quelli adottati in passato nel nostro Paese. Si assiste, infatti ad un significativo ridimensionamento dell'intervento pubblico *in subiecta materia*, donde la particolarità del complesso dispositivo in parola che, come è stato sottolineato dalla dottrina, «fa pagare le perdite della banca ai suoi creditori»¹⁶, con la conseguenza di spostare alla sfera economico patrimoniale degli *stakeholders* l'area d'impatto della crisi.¹⁷ Vengono superate, dunque, le pregresse logiche di 'socializzazione delle perdite' (causa di frequenti ipotesi di *moral hazard* da parte di enti creditizi disposti alla assunzione di rischi eccessivi)¹⁸, nonché l'applicazione del noto d.m. 27 settembre 1974, conosciuto come decreto Sindona¹⁹; misure rappresentative di un impianto sistemico che, in anni ormai lontani,

¹⁵È appena il caso di ricordare che l' art. 35, § 1, del *Protocollo sullo statuto del sistema europeo di banche centrali e della banca centrale europea*, testualmente recita: «gli atti o le omissioni della BCE sono soggetti ad esame o interpretazione da parte della Corte di giustizia nei casi ed alle condizioni stabilite dal trattato. La BCE può avviare un'azione giudiziaria nei casi ed alle condizioni stabilite dal trattato».

¹⁶Cfr. STANGHELLINI, *Chi ha paura del bail-in?*, visionabile su www.lavoce.info/archives/37722/chi-ha-paura-del-bail-in.

¹⁷Cfr. MICOSSI, *Relazione introduttiva al Convegno "Unione bancaria: istituti, poteri e impatti economici"*, organizzato dalla LUISS School of European Political Economy, Roma, 26 febbraio 2014; v. altresì l'editoriale di DAROLD, dal titolo *Accordo Ue su unione bancaria: da subito il 40% del fondo salva-banche sarà condiviso*, apparso su ilsole24ore.it in data 20 marzo 2014.

¹⁸Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2016, p. 537 ss.

¹⁹Tale d.m. (in GU 2.10.1974, n. 256) consentiva alla Banca d'Italia di concedere anticipazioni

aveva individuato nella «raccolta del risparmio» l'indiscusso cardine di una costruzione nella quale l'attività bancaria è al centro di ogni *input* propulsivo per la crescita economica.

Da qui il passaggio da un sistema interventistico pubblico che, sul piano delle concretezze, assicurava una 'piena tutela' dei risparmiatori (garantendo, al contempo, il recupero dei livelli occupazionali e dell'avviamento della banca in crisi) all'applicazione di una composita procedura che, nel riferimento alla logica del mercato, esclude l'addebito allo Stato degli effetti negativi rivenienti dai dissesti bancari, facendo ricadere questi ultimi su coloro che hanno intrattenuto relazioni di vario genere con l'ente sottoposto a risoluzione (*i.e.* azionisti, obbligazionisti, creditori/risparmiatori).

In tale contesto sistematico vanno esaminati i lavori, pubblicati nel volume qui presentato, che dedicano ampio spazio alla tematica della gestione delle crisi bancarie, procedendo all'approfondimento analitico dell'SRM e, dunque, della nuova procedura di risoluzione delle crisi. Tali saggi - dando seguito ad un percorso logico che muove dalle 'misure preventive', dalla problematica degli 'aiuti di Stato' e dalla puntualizzazione del nuovo *Board* con specifiche competenze *in subiecta materia* (Del Gatto, Marcucci, Macchia) - passano in rassegna l'attuazione della BRRD (*Banking Recovery and Resolution Directive*), la pianificazione del risanamento e della risoluzione, l'istituto del *bail-in* e la 'nuova liquidazione coatta' (Magliari, Vattermoli e Porzio). Di certo questa parte del volume si caratterizza per innovazione tematica e per sistematicità d'impianto, essendo gli autori dei contributi tenuti ad esplorare questioni ad oggi non ancora adeguatamente analizzate, con riguardo alle quali non è possibile avere - al presente - puntuali riscontri sul piano applicativo.

all'1% per una durata fino a 24 mesi «ad aziende di credito che, surrogatesi ai depositanti di altre aziende di credito in liquidazione coatta», si trovavano «a dover ammortizzare, perché tutto o in parte inesigibile, la conseguente perdita nella loro esposizione»; per commenti v. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, Università di Siena 2016, nota n. 10, visionabile su <http://www.regolazioneimercati.it/sites/default/files/Rapporto%20Capolino%202.pdf>

Non posso omettere di considerare, tuttavia, che la complessità della materia oggetto d'esame non consente - in sede di prima esegesi della normativa europea (la quale, in alcune sue parti, risulta recepita in modalità non del tutto conformi all'originario testo disciplinare) - di pervenire a risultati inequivoci in ordine alla valutazione della portata normativa della regolazione di cui trattasi. Al riguardo, va fatto presente che la direttiva n. 2014/59/UE (c.d. BRRD) ed il regolamento n. 806/2014/UE, con cui è stato introdotto l'SRM, prospettano una visione di mercato decisamente diversa rispetto a quella cui faceva riferimento la normativa vigente in Italia fino a tutto il 2015 in quanto il legislatore europeo, nei provvedimenti testé richiamati, sembra presupporre l'esistenza di un mercato *maturo* ed *efficiente*, tale da rinvenire al proprio interno, in caso di crisi, i rimedi necessari per il superamento di quest'ultima. Evidentemente il regolatore - in adesione ad una logica di mercato volta a supportare la concorrenza - ha fatto affidamento su una innovativa forma di collaborazione tra intermediari ed autorità di settore per conseguire il 'risanamento' dell'ente creditizio in crisi, disancorandolo dal ricorso a forme di supporto pubblico straordinario. Ciò ha comportato l'adozione di forme d'intervento *preventivo*, all'uopo utilizzando le iniziative predisposte nei 'piani di risanamento', cui consegue, nei casi di dissesto (o di rischio di dissesto), l'applicazione delle più gravi misure di risoluzione, le quali sul piano delle concretezze collocano in un ambito residuale il ricorso alla procedura di liquidazione coatta dell'ente creditizio (finalizzata alla sua fuoriuscita dal mercato).²⁰

In tale premessa - e volendo far qui solo un cenno agli interventi di carattere *risolutivo* - l'impianto sistemico finalizzato alla riconduzione ad un unico *centro di comando* dell'insieme delle misure necessarie per la gestione delle crisi si è risolto nel riconoscimento alle *autorità di risoluzione* di un'ampia sfera di poteri, il cui uti-

²⁰Ciò, nonostante il tenore del *considerando* n. 45 della direttiva 2014/59/UE il quale recita così: « In linea di principio, un ente in dissesto dovrebbe essere liquidato con procedura ordinaria di insolvenza. Tale procedura, tuttavia, potrebbe compromettere la stabilità finanziaria, interrompere la prestazione di funzioni essenziali e pregiudicare la tutela dei depositanti. In tal caso, è altamente probabile che sarebbe di pubblico interesse sottoporre l'ente a risoluzione»; disposizione da cui potrebbe dedursi l'esigenza, nei casi di dissesto, di un prioritario ricorso alla liquidazione .

lizzo, peraltro, non può essere effettuato in deroga ai canoni ordinatori posti dall'ordinamento a presidio della tutela dei diritti.

Consegue il necessario riferimento alla 'triste storia' del salvataggio di quattro banche in amministrazione straordinaria, sulla quale mi sono intrattenuto in altra sede, evidenziando il carattere problematico delle misure adottate dal Governo italiano²¹. Le perplessità, da me in passato sollevate in ordine alla *particolarità* di tale vicenda, non vengono meno, a mio avviso, a seguito della recente sentenza del TAR Lazio n. 166/2017, nella quale il Collegio decidente - nel dichiarare di non poter omettere di «tenere conto del costante orientamento giurisprudenziale ... per cui gli atti posti in essere dalla Banca d'Italia nell'attività di vigilanza, costituiscono esplicazione di potere amministrativo caratterizzato da *discrezionalità tecnica*» - ha respinto il ricorso presentato dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Ferrara per l'*annullamento*, tra l'altro, del provvedimento 21 novembre 2015 della Banca d'Italia, approvato dal Ministero dell'economia e delle finanze con decreto del 22 novembre 2015, di avvio della risoluzione della Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a., in amministrazione straordinaria, ai sensi dell'art. 32 del d.lgs. 180/2015.

Al riguardo, va in primo luogo sottolineato che tale decisione riflette un consolidato indirizzo della giurisprudenza, da molti anni appiattita su un' acritica adesione agli orientamenti delle amministrazioni di controllo del settore, le quali - come è dato desumere, tra l'altro, da puntuali analisi statistiche predisposte dalla stessa Banca d'Italia²² - solo in rarissimi casi hanno visto la adozione di provvedimenti giurisdizionali contrari alle determinazioni da esse assunte.

Passando, poi, all'esame delle forme esplicative della 'discrezionalità tec-

²¹Tali dubbi afferiscono alla: (i) circostanza che il 'Fondo di risoluzione nazionale', amministrato dall'«Unità di risoluzione della Banca d'Italia», è intervenuto con mezzi finanziari conseguiti *inizialmente* per intero con la *leva* (al di là, quindi, degli ordinari criteri e limiti che ne connotano l'applicazione); (ii) assunzione da parte della Cassa Depositi e Prestiti di un impegno di sostegno finanziario in caso di incapienza del Fondo alla data di scadenza del finanziamento; (iii) ipotizzabile responsabilità dei commissari i quali, nel corso della gestione commissariale, non hanno impedito (nel corso dei circoscritti termini di quest'ultima) il progressivo deterioramento patrimoniale di tali banche; cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, cit., p. 154 ss.

²²Cfr. i dati al riguardo pubblicati sul sito della Banca d'Italia, visionabili su www.bancaditalia.it/chi-siamo/provvedimenti/index.html.

nica', c'è da chiedersi se questa - destinata a sostanzarsi in un'analisi dei fatti rilevanti per l'esercizio del potere pubblico - possa estendersi a ricomprendere anche i cd. piani di razionalizzazione sistemica, la cui realizzazione verosimilmente sembra sia a fondamento dell'intervento di salvataggio di cui si discute. Ipotesi interpretativa, quest'ultima, che sembra trovare conferma nella circostanza che l'autorità di settore non ha dato alcun riscontro, a livello autorizzativo, all'intenzione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Carife (tenutasi in data 30 luglio 2015) di procedere alla copertura delle perdite, previo integrale utilizzo delle riserve iscritte nella situazione patrimoniale al 31 marzo 2015, con conseguente riduzione del capitale sociale e contestuale aumento riservato al FITD; intenzione confortata da una perizia del professor Enrico Laghi dell'Università di Roma, asseverata da una società di revisione, nella quale si accertava che il capitale esistente a seguito di tale operazione (che vedeva il valore delle azioni ridotto a € 0,27 cadauna) era pari a € 11.365.841,97. Si è, dunque, in presenza di un contesto fattuale nel quale lo stretto raccordo tra il mancato rilascio del provvedimento abilitativo di cui all'art. 19 TUB e l'attivazione della procedura di risoluzione (avvenuta poco tempo dopo la menzionata assemblea straordinaria) dà adito a giustificati dubbi in ordine al comportamento dell'autorità; ed invero, atteso che la Banca d'Italia non si è espressa nei termini previsti dalla normativa, il TAR Lazio ha potuto motivare la sua decisione (contraria alla tesi della Fondazione di Cariferrara) solo nel riferimento alla mancata possibilità «in assenza di esplicita previsione normativa (che lo preveda) ... di estendere alla fase svolta in sede europea gli stessi istituti previsti, dalla disciplina nazionale, di cui alla l. 241/1990 e tra questi l'istituto del silenzio assenso».

Da qui la *stranezza* che connota - almeno in questa vicenda - la linea comportamentale dell'Organo di vigilanza; stranezza che appare ancor più evidente ove si abbia riguardo alla diversità di trattamento riservata dal regolatore ad altre banche fortemente sottocapitalizzate (come la Popolare di Vicenza), nonché alle *improprie* modalità di recepimento nella regolazione nazionale di alcune disposizioni della citata dir. n. 59/2014/UE. Mi riferisco, in particolare, al criterio adottato dal legisla-

tore italiano per la 'valutazione delle attività e passività' ai fini della risoluzione. Per vero, come in altra occasione ho già sottolineato²³, mentre ai sensi dall'art. 36, comma primo, di tale direttiva la valutazione in parola deve essere «equa, prudente e realistica» e demandata a «una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione», il legislatore nazionale nell'art. 23 del d.lgs. n. 180 del 2015, riguardante per l'appunto la stima di cui trattasi, ha disposto che quest'ultima «è effettuata su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente, ivi incluso il commissario straordinario nominato ai sensi dell' articolo 71 del Testo Unico Bancario»; statuizione la cui lettura dà adito ad ampie perplessità, specie se si ha riguardo al disposto del successivo art. 26, comma secondo, nel quale si rinviene la precisazione, di dubbia legittimità costituzionale, che limita la «tutela giurisdizionale contro la valutazione».

Ciò posto, non condivido l'enfasi con cui l'avv. Capolino ha commentato la menzionata sentenza del TAR Lazio. Per converso, ritengo necessario, al fine di offrire spunti d'indagine, ricordare la sentenza 14 luglio 2016 del Tribunale di Chieti, provvedimento che fa riflettere su uno scenario caratterizzato da profili di significativa incoerenza nell'applicazione della procedura di risoluzione.²⁴ Particolari, infatti sono le considerazioni del Tribunale il quale - muovendo dalla constatazione che non risultano «in atti... elementi che consentano di affermare l'esistenza di uno stato di insolvenza al momento dell'avvio della risoluzione» - tiene a puntualizzare che le «perdite sono esito (anche ma soprattutto e prevalentemente) delle rettifiche di valore netto su crediti, risultanti in sede di valutazione provvisoria»; donde la conclusione che «la condizione patrimoniale della banca...(è) ...peggiora (ta) ... nel corso dell'amministrazione straordinaria».²⁵ Da qui la configurabilità di una realtà

²³Cfr. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, in *Apertacontrada* del 17 febbraio 2016.

²⁴Se ne veda il testo pubblicato in *Riv. trim. dir. ec.* 2016, II, p. 128 ss, con nota di LEMMA, *Razionalizzazione sistemica e risoluzione delle crisi bancarie (quando l'intervento autoritativo causa incertezza del diritto)*.

²⁵Tale realtà fattuale si colora, poi, di ombre allorquando viene evidenziato che, «nonostante ulteriori rettifiche dei commissari per circa 212 milioni, al 30/9/2015, gli stessi commissari rilevavano ... (l'esistenza di un) ...patrimonio netto positivo ancora per €68 milioni»; precisazione la cui gravità

che, a tacer d'altro, sorprende con riguardo alla determinazione delle cause cui, sul piano delle concretezze, appare riconducibile la situazione di dissesto riscontrabile nella banca destinataria del programma di risoluzione (cause di certo non identificabili nella consistenza economico patrimoniale [dell'azienda bancaria] esistente al momento del commissariamento);²⁶ realtà sulla quale incide significativamente la notizia, fornita dalla stampa, dell'avvio di indagini da parte della magistratura penale per i fatti sopra richiamati.²⁷

Del resto, lo stesso legislatore italiano, recentemente in sede di conversione del decreto legge 23 dicembre 2016, n. 237, ha disposto - probabilmente nell'intento di porre un qualche rimedio alla *sperquazione* ravvisabile nel trattamento riservato ai risparmiatori delle quattro banche sottoposte a procedura di risoluzione - la riapertura dei termini per poter accedere all' *indennizzo* forfettario del corrispettivo pagato per l'acquisto di strumenti finanziari coinvolti nelle procedure di risoluzione suddette (art. 26 *bis*, comma 3, della legge 17 febbraio 2017, n. 15).

Da quanto precede si evincono le difficoltà cui deve far fronte l' interprete della regolazione in esame; difficoltà causate dalle stesse incertezze della normativa nazionale relativa all'applicazione del *bail-in*. Si abbia riguardo, in particolare, alla statuizione dell'art. 1, comma 33, del d.lg. n. 181, con la quale è stato modificato l'art. 91 del d.lgs 1° settembre 1993, n. 385, puntualizzandosi l'ordine con cui i 'commissari' devono procedere nel 'pagamento dei crediti'. Viene qui introdotta una «deroga a quanto previsto dall'art. 2741 cod. civ. e dall'art. 111 della legge fall. nella ripartizione dell'attivo», previa determinazione dell' elenco dei crediti che vengono soddisfatti «con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari», includendo tra questi «gli altri depositi presso la banca» (lett. c). E' evidente come il legi-

risalta in tutta la sua evidenza ove se ne raccordi la portata alla successiva affermazione del Tribunale «le stime di rettifiche di valore su crediti deteriorati ... determinate nella comunicazione del 20/11/2015 della Carichieti ... non sono verificabili».

²⁶Al riguardo, va fatto presente che il provvedimento di amministrazione straordinaria non venne adottato per «gravi perdite patrimoniali».

²⁷Cfr. COLANTONIO, *Bancarotta ex Carichieti, indagati i due commissari*, in *Il Centro* del 8 dicembre 2016.

slatore, nell'intento di rimediare ai rischi del *bail-in*, sia incorso in una palese violazione del principio della *par condicio creditorum*;²⁸ ciò in quanto, come è stato osservato, «la possibile svalutazione, anche integrale, delle passività della banca comporta la cancellazione delle posizioni creditorie di taluni soggetti con la conseguenza che essi non possono, neppure in astratto, concorrere alla distribuzione dell'eventuale attivo residuo»,²⁹ qualora la procedura del *bail in* sortisca esito negativo e si dia corso alla liquidazione coatta. Conseguono un concreto limite nella tutela dei depositanti, atteso che l'internalizzazione delle perdite, nella fattispecie qui rappresentata, non è in grado di dare pieno adempimento al criterio del "*no creditor worse off*" (i.e. nessun creditore/depositante può subire in caso di risoluzione un trattamento peggiore rispetto a quello che subirebbe con la liquidazione).

4. Al fine di stimare nei giusti termini la portata innovativa del cambiamento disciplinare che ci occupa, necessita - a mio avviso - soffermarsi sulla valutazione dell'impatto, sul settore creditizio, della normativa in esame; dovendosi, all'uopo, tener conto dei logori cui la crisi ha esposto le strutture degli intermediari finanziari, dei vuoti della intrinseca difficoltà sottesa ad un tempestivo, necessitato adeguamento delle stesse alle indicazioni del legislatore europeo. È questa, forse, la via da seguire per identificare e comprendere le ragioni profonde dei *ritardi* che connotano il nostro Paese nel recuperare percorsi di crescita, nel trovare un'uscita dal 'porto delle nebbie' nel quale ormai ristagna da oltre due lustri.

Nel confermare la considerazione, da me formulata all'indomani della costituzione dell'UBE, in ordine alla rilevanza di tale evento istituzionale che essa rappresenta una «sfida per un'Europa più unita»,³⁰ va qui precisato che il composito si-

²⁸Di ciò, del resto, sembra aver contezza lo stesso legislatore italiano, come è dato desumere dal fatto che nella normativa del d.lg. n. 181 si rinviene un rinvio alle *calende greche* (1° gennaio 2019) dell'applicazione dell'art. 91, comma 1 *bis*, lett. c, t.u.b

²⁹Cfr. LENER, *Profili problematici del bail-in*, intervento al convegno 'La gestione delle crisi bancarie e l'assicurazione dei depositi nel quadro dell'unione bancaria europea', organizzato da FITD, tenutosi a Roma il 22 gennaio u.s.

³⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *European Banking Union. A challenge for a more united Europe*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, p. 5 ss.

stema disciplinare di cui si è detto espleta i suoi effetti su un settore bancario caratterizzato dalla presenza di gravi situazioni patologiche al suo interno. Nel nostro Paese, infatti, appaiono accentuate le cause della fenomenologia che si riscontra in ampia parte dell'Europa, a monte della quale - come è stato chiaramente sottolineato in uno dei contributi del volume in esame (Micossi) - si rinviene una «ricerca affannosa di rendimenti» che ha indotto molte banche ad assumere rischi senza preoccupazione, a fronte di *policy-makers*, regolatori ed organi di vigilanza disposti a sottovalutare i pericoli di un'«accumulazione eccessiva» dei medesimi. Da qui le inevitabili conseguenze negative registrate con l'emersione della crisi, che ha visto una spropositata crescita dei 'crediti deteriorati' e - a seguito di ciò - perdite e gravi forme di sottocapitalizzazione di numerose istituzioni bancarie.

In tale contesto peculiare centralità va ascritta al Monte dei Paschi di Siena (MPS) che, negli ultimi anni ha vissuto una triste alternanza tra aspettative di capitalizzazione e necessario ricorso al meccanismo degli aiuti di Stato.³¹ Più in particolare, la pubblicazione dei risultati degli *stress test* (sui requisiti patrimoniali) e dell'*AQR*, eseguiti dalla BCE nel 2014,³² ha evidenziato una fragilità dell'istituto in parola che non è venuta meno nel biennio successivo, nonostante un qualche miglioramento che, nella tornata del 2016 delle 'prove' in parola, è stato possibile registrare.³³ Da qui le aspettative rimesse alla soluzione legislativa prevista dal recente decreto l. n. 237 del 23 dicembre 2016, nel quale - dopo l'insuccesso del tentativo di rinvenire nel mercato le risorse per un'adeguata patrimonializzazione dell'ente - si è rimesso ad un intervento pubblico, disposto in deroga alla normativa

³¹Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 76; e in precedenza ID., *Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia*, in federalismi.it,

³²Cfr. GRECO – RICCIARDI – SCOZZARI, *Stress test: le pagelle di tutte le italiane. Bocciate Mps e Carige*, visionabile su www.repubblica.it/economia/2014/10/26.

³³Cfr. l'editoriale di PUATO, *Le più solide e convenienti: la classifica delle banche italiane*, visionabile su www.corriere.it/economia/16_gennaio_25/piu-solide-convenienti-classifica-istituti-italiani; v. altresì CAPARELLO, *Stress test, Eba: banche con sofferenze pagheranno*, visionabile su www.wallstreetitalia.com/stress-test-eba-banchecon-sofferenze-pagheranno, ove con riguardo agli *stress test* di fine luglio 2016 si annoverano a livello europeo tra gli «istituti che hanno dimostrato una maggiore fragilità.... MPS, Unicredit e Deutsche Bank».

europea sugli aiuti di Stato, la positiva conclusione della vicenda MPS.³⁴

Anche altre banche significative del nostro Paese versano in condizioni di evidente precarietà sistemica. Già i menzionati *stress test* di fine 2014 avevano evidenziato un sistema bancario contraddistinto da scarsa sicurezza (in quanto gravato da pesanti criticità dovute a *mala gestio* o, comunque, ad incapacità operativa consolidata nel tempo).³⁵ La situazione di *impasse* in detta sede delineata è apparsa, di lì a poco, particolarmente preoccupante, tanto da far ipotizzare, in sede tecnica una soluzione volta a prevenirne gli ovvi riflessi negativi sulla percezione del 'rischio Italia' e sulla fiducia dei risparmiatori/investitori; si è pervenuti, così, alla costituzione del *Fondo Atlante* - FIA con quote distribuite tra diverse tipologie di operatori di mercato (banche, assicurazioni, fondazioni bancarie, casse di previdenza) e Cassa Depositi e Prestiti - finalizzato alla ricapitalizzazione delle banche in crisi (per il 70% delle sue risorse), nonché all' acquisto di crediti *non performing* cartolarizzati (per il rimanente 30%). Il ruolo assegnato a tale Fondo non è stato accompagnato, peraltro, da un supporto finanziario adeguato alle sue funzioni; esso, infatti, pur venendo incontro nell'immediato al pressante bisogno di patrimonializzazione della Banca popolare di Vicenza - attraverso un'operazione di aumento di capitale «che, se inoptato, avrebbe potuto mettere in difficoltà anche UniCredit», come puntualmente è stato sottolineato da un autorevole studioso³⁶ - ha dimostrato di essere solo «un *piccolo* passo nella giusta direzione», come è stato puntualizzato da Mario Draghi.³⁷

Si delinea, quindi, un quadro particolare, la cui problematicità appare, per certi versi, riconducibile anche al ruolo svolto, in questo delicato momento storico,

³⁴Cfr. l'editoriale di ROSSANO D., *Il decreto «salva risparmio» e la vicenda MPS*, in *diritto bancario.it* del 24 dicembre 2016, ove - tra l'altro - si sottolinea la coerenza dell'intervento in parola alle prescrizioni normative della BRRD.

³⁵Sintomatico, al riguardo, è il caso di Banca Carige, anch'essa destinataria di una *bocciatura* inflittale dalla BCE, cfr. l'editoriale di GRAZIANI, pubblicato con il titolo *Un'operazione trasparenza che il mercato apprezzerà* in *IlSole24Ore* del 23 maggio 2014.

³⁶Cfr. ZINGALES, *Le ragioni del fondo Atlante*, visionabile su www.ilsole24ore.com/art/commenti-e-idee/2016-04-19/le-ragioni-fondo-atlante-102951.

³⁷Cfr. l'editoriale di CHIPELLINO, *Banche, se il fondo Atlante non basta può intervenire lo Stato*, visionabile su www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-04-26/sefondo-atlante-non-basta-puo-intervenire-stato.

dall'autorità di controllo del settore bancario. Ho avuto modo di sottolineare in altra occasione la difficoltà che connota l'accettazione da parte della Banca d'Italia di un cambiamento istituzionale che incide profondamente sulle funzioni in passato da essa esercitate nell'ordinamento finanziario italiano.³⁸ Dopo la perdita del *potere monetario*, la traslazione della *supervisione bancaria* alla BCE ha inferto un nuovo, duro colpo all'operatività dell'Istituto; quest'ultimo è progressivamente passato da forme di vigilanza invasive al altre permissive, assumendo in alcuni casi addirittura un atteggiamento dimissionario, come è dato desumere dal *favor*, mostrato in occasione della recente riforma delle BCC, per la costituzione di pochi, grandi gruppi di banche cooperative, sì da facilitare (in ragione del carattere *significativo* ai medesimi ascrivibile) la traslazione del controllo su di essi alla BCE.

A fronte di tale realtà, necessita domandarsi quali siano le cause a monte degli odierni accadimenti di cui si è detto. In altri termini, ci si deve interrogare sulle *determinanti* di una situazione, i cui riflessi rischiano di mantenere ancora a lungo il nostro Paese in una situazione di stallo. E' difficile dare una risposta a tale quesito! Mi piace, tuttavia, ricordare alcune considerazioni di Fabio Merusi, il quale - in un incontro di studi svoltosi presso l'Università Luiss - G. Carli di Roma a fine 2015³⁹ - ebbe sottolineare che, purtroppo, « in Europa c'è stata l'armonizzazione, c'è stata la convergenza normativa ma non c'è stata l'integrazione»; ed aggiungerei: non si sono verificati i presupposti per il raggiungimento della *coesione identitaria* indispensabile per l'unitarietà di intenti ed obiettivi, ipotizzata dai padri fondatori dell'Unione.

Conseguono i limiti della *governance* europea, dovuti ad un quadro ordinatorio nel quale il potere deliberativo dell'UE è strutturato su un «triangolo istituzionale», cui fa capo un processo di codecisione (tra Commissione, competente nella proposizione dei progetti disciplinari, Consiglio dei ministri dell'Unione europea e

³⁸Cfr. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, p. 556 ss.

³⁹Cfr. il seminario tenutosi il 12 novembre 2015 per la presentazione del volume *'Il giudice e l'economia'* di G. Montedoro.

Parlamento cui spetta l'approvazione del relativo testo); limiti riconducibili anche all'utilizzo di un «modello intergovernativo», causa di ritardi e divergenze tra i paesi UE, che non hanno consentito di superare i divari ed il significativo *gap* tra i componenti della Unione (ora accentuati dagli effetti negativi delle 'misure di rigore' negli ultimi anni imposte dai vertici europei). Si spiega, altresì, la ragione che ha indotto a ricercare prevalentemente in sede tecnica la definizione di meccanismi di *policy* in grado di rimediare (o, quanto meno, contenere) i danni derivati dalla crisi, demandando alla finanza l'esercizio di un ruolo supplente rispetto alla politica.

Si è in presenza, dunque, di vicende radicate nelle modalità con cui si è svolto il processo di europeizzazione; pertanto, non è possibile - al presente - prevederne gli esiti o, come molti di noi vorremmo, una felice conclusione, anche a causa del *populismo* che da qualche tempo dilaga all'interno dell'UE, minando finanche la sua continuità. Da qui il 'vento' di una diffusa *incertezza* che investe soprattutto il nostro Paese: ad esso fanno riscontro l'affannosa ricerca di rimedi legislativi per *curare* un sistema bancario che rivela, al proprio interno, ampie lacerazioni, nonché le perplessità concernenti la realizzazione del 'sogno europeo', nel quale tante generazioni d'italiani hanno creduto.

Sono queste - ed altre ancora - le cause di una generalizzata *turbativa* che, nell'ultimo decennio, ha colpito noi tutti; della quale - purtroppo - vittime sacrificali saranno, in via prioritaria, i giovani d'oggi! Cosa dire in presenza di una situazione siffatta? Vorrei essere un vate benefico, in grado di saper leggere nel futuro, per prevedere un felice superamento del momento di *impasse* che il nostro Paese, unitamente a tanti altri Stati membri, sta vivendo. Purtroppo, non sono in possesso di facoltà divinatorie! Un'apertura alla speranza mi sembra, tuttavia, possa essere desunta dal suggerimento dato, alcuni giorni or sono, da Mario Draghi, allorché nel ritirare il 'premio Cavour' ha detto che l'Europa ha bisogno di più *politica* ed i singoli

Stati membri hanno bisogno di più 'stabilità politica'.⁴⁰ In questa stessa direzione vanno anche talune indicazioni recentemente formulate dalla Merkel;⁴¹ sicché, da vecchio sognatore che continua a sperare e a credere in un'Europa unita, mi auguro che un giorno non lontano (considerata la mia età), andando a Berlino, possa anch'io dire, come cinquant'anni fa fece J. F. Kennedy, «*Ich bin ein Berliner*».

Francesco Capriglione

⁴⁰Cfr. l'editoriale pubblicato su *IlSole24Ore* del 24 gennaio 2017 col titolo *All'Italia e al mondo serve sempre di più un'Europa politica*, nel quale si riporta il discorso pronunciato da Mario Draghi allorchè gli è stato conferito il 'premio Cavour'.

⁴¹Cfr. l'editoriale intitolato *Merkel incontra Draghi. «La zona euro resterà unita»*, visionabile su www.corriere.it/economia/17_febbraio_09/europa-piu-velocita-merkel-chiede-aiuto-draghi-vertice-due-ore-berlino nel quale si richiamano le parole della Cancelliera tedesca: «Non è vero che ho parlato di velocità diverse riguardo all'eurozona — ha detto dopo il colloquio con il presidente della Bce — Anzi, l'area euro dev'essere coesa e continuare a sostenere tutti i progetti varati assieme, come il fondo salva Stati».

LE REGOLAZIONI PUBBLICHE DELLE ATTIVITÀ ECONOMICHE DELL'ERA TELEMATICA

*(Public settings of the economic activities carried out
with electronic tools)*

ABSTRACT: *The economic activities that use telematics systems are increasingly multiply and poses new problems to public regulators, nationals europeans and, where there are, globals.*

In many cases these activities have aspects that affect the general interests of the community, and the public authorities must to regulate.

It is very difficult, however, to realise an effective regulation (and enforcement its) of dematerialized and deterritorialized activities.

SOMMARIO: 1. Scenari e definizioni. - 2. I complicati rapporti tra regolazioni pubbliche e regolazioni private: notazioni di inquadramento. - 3. Un approccio realistico per un'efficace regolazione pubblica delle attività economiche telematiche. - 4. Intavolazione delle attività economiche telematiche ai fini regolatori. - 5. Le piattaforme che organizzano scambi di beni e servizi "non finanziari". - 6. Le piattaforme come organizzazioni giuridiche del mercato bancario, assicurativo e finanziario. - 7. La regolazione dei sistemi di pagamento elettronici e delle valute virtuali.

1. L'era della tecno-economia si caratterizza – com'è noto – per la rottura dell'antica coestensione di politica/diritto/economia¹.

La divaricazione diviene insuperabile allorché i mercati, nei quali si scambiano beni, materiali o immateriali (tra i secondi di primaria importanza sono le informazioni) e servizi sono mercati telematici, pur se oggetto di scambio sono beni fisici (ad esempio: nel mercato mondiale videotelematico dei fiori di Amsterdam).

Poiché elemento costitutivo di qualsiasi mercato, coesenzialmente con la struttura di gestione, "leggera" o "pesante" che sia, è l'organizzazione giuridica – l'insieme di regole che presiedono al suo funzionamento e disciplinano i rapporti

¹Cfr. IRTI, *Il diritto nell'età della tecnica*, Napoli 2007, p. 21 ss. ed ora *Un diritto incalcolabile*, Torino 2016, p. 162-3.

giuridici tra quanti vi agiscono, professionalmente o come consumatori/utenti – vengono in rilievo innanzitutto le *fonti* delle regole e la loro *struttura*.

Le fonti sono i nuovi *mercatores*, in particolare i *big players*, che controllano grandi piattaforme, sempre più spesso multisetoriali o multifunzionali, che dominano i mercati telematici.

Questi nuovi “*domini*” producono insiemi di regole che disciplinano scambi di massa, tipizzati in modi predeterminati, nei quali non è prevista negoziazione delle clausole.

La forma esteriore dei rapporti è contrattuale, ma il loro concreto contenuto è determinato buona misura dalla tecnologia ed in particolare da come essa modella gli “oggetti” degli scambi. Più precisamente: i meccanismi incorporati nella tecnologia conformano i rapporti: la nuova *lex mercatoria* è in questi, sempre più diffusi, “ambiti” essenzialmente una *lex informatica*².

A questo proposito vengono in rilievo due differenze sostanziali rispetto al passato “pretelematico”.

La *prima* differenza: la *lex mercatoria*, “storica”, da quella tardomedievale a quella capitalistica³, nasceva dalla sedimentazione delle prassi diffuse e veniva, via via, “cristallizzata” in regole ad opera delle forme associative o degli attori più eminenti della rete geografica degli operatori dei vari mercati (dalle spezie⁴ al grano), in particolare per quanto riguarda l’organizzazione e funzionamento dei *luoghi fisici* di concentrazione degli scambi (borse merci)⁵.

Viceversa la *lex informatica* è imposta, per così dire, dall’alto, da chi progetta e controlla i sistemi telematici che sono i *luoghi virtuali* degli scambi. In altre parole: mentre le tradizionali *leges mercatoriae*, relative ai diversi settori, erano autoregolamentazioni a stratificazione progressiva, pur condizionate dalle forze via via ege-

²Cfr. AMMANNATI, *Le riserve di attività economiche alla prova dell’innovazione tecnologica e della sarin economy*, Relazione introduttiva al II Convegno annuale dell’ADDE (Associazione dei Docenti di Diritto dell’Economia), con il medesimo titolo, Milano 2-3 dicembre 2016.

³Cfr. GALGANO, *Lex mercatoria*, nuova ed. Bologna 2010.

⁴V., da ultimo, UNALI, *Verso le isole delle spezie*, L’Harmattan Italia 2016.

⁵Cfr. BANI, *Le borse merci*, Padova 2008.

moni nei mercati stessi, le attuali *leges informaticae* sono poste *ab initio* dai “padroni” delle piattaforme telematiche globali e sono imposte parimenti a tutti gli utilizzatori: dagli operatori secondari specializzati, agli acquirenti o venditori, ai fornitori gratuiti di servizi o di informazioni, agli inserzionisti pubblicitari.

La *seconda* differenza riguarda il rapporto tra le regolazioni poste da pubblici poteri⁶, di vario genere, e le regolazioni privatistiche (che, come s’è accennato, per le attività economiche telematiche sono eteroregolazioni poste da *poteri privati*, l’esercizio dei quali non ha più portata individuale – secondo la definizione classica di potere privato⁷ – ma dispiega effetti giuridici condizionanti in ambiti di attività economiche che coinvolgono moltitudini indeterminate).

Su questo complesso rapporto è necessario soffermarsi.

2. Al fine di analizzare i rapporti tra le “*leges informaticae*” relative alle attività economiche e le regolazioni pubbliche sono utili *quattro* notazioni di carattere generale.

La *prima*: il progresso tecnologico, in particolare (ma non solo) delle comunicazioni elettroniche, ha determinato modifiche radicali sulla struttura di molti mercati: dalla telefonia, all’informazione, all’editoria, ai servizi alla persona (ad esempio: turistici), al *real estate*, al commercio di molti prodotti, etc.

In molti casi la tecnologia ha imposto liberalizzazioni di mercati amministrati, nel senso che la sua evoluzione ha travolto riserve, monopoli ed esclusive posti dalle preesistenti regolazioni pubblicistiche, costringendo l’UE⁸ e gli Stati membri ad adottarne “a rincorsa” di nuove e “liberalizzanti”.

⁶Nell’accezione lata datane a GIANNINI, *L’amministrazione pubblica dello Stato contemporaneo*, in *Trattato di diritto amministrativo*, diretto da G. Santaniello, Padova 1988, Vol. I.

⁷Piace ricordare BENVENUTI, *Appunti di diritto amministrativo*, Padova 1959, p. 133-134.

⁸Cfr. CANEPA, *Il design della regolazione in un’economia “Uberizzata” fra problemi di definizione del mercato, tutela degli intenti e ricerca di regole efficaci*, comunicazione al convegno *Le riserve di attività economiche ... cit.*

Tutto ciò è stato, ed è, il presupposto sostanziale del mutamento degli equilibri e dei rapporti a favore delle nuove regolazioni *oligoprivatistiche* ed a sfavore delle regolazioni pubbliche.

Si può solo accennare, in questa sede, ai pesanti effetti economico-sociali della diffusione delle attività economiche telematiche: da un lato la scomparsa di attività tradizionali, con la correlata riduzione di posti di lavoro (ad esempio: nelle banche), dall'altro l'atomizzazione e spersonalizzazione di rapporti di lavoro che non si svolgono più nei luoghi fisici tradizionali, e, ancora, l'obsolescenza delle competenze ed il *digital divide*. Occorrono forti politiche pubbliche di coesione⁹, a tutti i livelli (da quello europeo a quello locale), riguardanti: la riforma del welfare, la formazione professionale, la promozione dell'innovazione e della ricerca (da parte dello "Stato" finanziatore e committente).

I pubblici poteri devono intervenire sui processi generati dalla tecnologia per renderli meno distruttivi e per sviluppare nuove possibilità di lavoro e d'impresa.

Tutto ciò può avvenire solo mediante programmi di medio periodo, attuati con continuità [il che – di passata – conferma l'erroneità della schematizzazione "*regolazione versus programmazione*", con la prima pretesamente sostitutiva della seconda: nello scenario contemporaneo i pubblici poteri debbono utilizzare entrambe le leve, talvolta negli stessi settori – ad esempio: trasporti energia, risorse idriche – per fronteggiare efficacemente gli "effetti delle innovazioni"].

Seconda notazione: il mutamento di equilibri tra le regolazioni si inserisce, costituendone parte rilevante, nella più generale crisi dello statalismo/legalismo che nel secolo scorso aveva occupato gran parte dello "spazio della giuridicità"¹⁰, "comprimendo" le altre fonti precettive, espressione delle organizzazioni della società civile e della "società economica".

⁹Cfr. SAPELLI, *Innovazione versus Regolazione*, relazione introduttiva al medesimo Convegno.

¹⁰Cfr. GROSSI, *Ritorno al diritto*, II ed., Roma-Bari 2017, p. VII ss.

Terza notazione: il mutamento di equilibri dipende soprattutto dal fatto che, a differenza del passato, le fonti regolamentari pubbliche, in *primis* quelle degli Stati, hanno molta maggiore difficoltà ad incidere, imponendo la loro *effettività*, in ambiti di rapporti non solo deterritorializzati e sconfinati, ma anche assoggettati a giurisdizioni estranee rispetto a quelle statali. Ancor più difficile è – poi – controllare le prassi, l’operatività di questi sistemi. [E, com’è noto, le regolazioni sono la somma delle regolamentazioni e dei controlli sugli operatori dei mercati]

Né, come antidoto a questa *incontrollabilità*, può fungere efficacemente – per quanto qui interessa – la tendenza degli Stati ad una crescente osmosi funzionale con le organizzazioni, europee e globali, che essi stessi costituiscono¹¹ ed alle cui regole devono poi conformarsi.

La tematica oggetto di queste note si pone su un versante diverso rispetto a quello analizzato da Cassese: non è una dialettica concorrenziale/collaborativa tra istituzioni e poteri pubblici, di vario livello e genere, ma un vero *conflitto* tra poteri pubblici a competenza territoriale delimitata e poteri privati “sconfinati”.

Il punto essenziale è che la tutela di diritti ed interessi sostanziali di rilievo generale non può essere affidata esclusivamente¹² all’autoregolazione di questi *incumbents*.

Deve essere assicurata innanzitutto la trasparenza, e quindi l’*accountability*, delle decisioni di chi controlla le piattaforme, i sistemi digitali, i motori di ricerca, i sistemi telematici di scambi ed i mercati relativi a specifici settori di attività (ad esempio: quelle della *sharing economy*).

Quanto ai campi di intervento si va dalla tutela della dignità e privacy delle persone, alla sicurezza pubblica, all’attività antiriciclaggio, al controllo della *liceità* dei beni e servizi oggetto degli scambi, alla paritarietà dei rapporti contrattuali, alla tutela della concorrenza (in particolare in materia di pratiche commerciali scorrette

¹¹Cfr. CASSESE, *Territorio e potere*, Bologna 2016, p. 39 ss.

¹²V, sotto altri profili, PITRUZZELLA, *Quel filtro necessario per le notizie false sul web*, in *Corriere della Sera*, 2 gennaio 2017.

e, più in generale, di strozzature o distorsioni dei mercati telematici), alla tutela del diritto d'autore, ai regimi della responsabilità.

È appena il caso di aggiungere che i diritti ed interessi sostanziali di portata generale non vengono in rilievo tutti insieme nei numerosi e variegati settori delle attività economiche telematiche.

Quarta notazione: non solo gli oligopolisti delle piattaforme e dei sistemi informatici pongono le regole dei rapporti giuridico-economici che instaurano per via telematica, ma sono essi stessi a *gestire* in concreto tali rapporti ed a deciderne unilateralmente la sorte in caso di problemi attuativi o di controversie che si profilino. In certo senso, dunque, essi assommano le funzioni di regolamentatori e di *adjudicators*, divenendo per autoinvestitura, dei *regolatori*¹³ di mercati [ch'è cosa ben diversa dall'assegnazione, da parte dei pubblici poteri, di valenza regolatoria alle loro decisioni, come accade per le agenzie di rating¹⁴].

3. La sommaria elencazione, per teste di capitolo, dei diritti individuali e degli interessi generali da tutelare indica implicitamente quale può essere il parametro di un approccio *realistico*, ed al contempo ambizioso, al problema dell'effettività delle regolazioni pubbliche delle attività economiche telematiche.

Sarebbe, infatti, del tutto *irrealistico* ed *illusorio* ipotizzare di riprodurre i modelli regolatori pubblici utilizzati diffusamente in passato, ed ancora al presente, per le attività economiche "fisiche" (ad esempio: in materia di trasporti, energia, acqua, sanità privata, farmaci, vini), le quali sono minutamente regolamentate e controllate (peraltro con gradi di efficienza sovente "subottimali") da *regulators* nazionali ed in alcuni casi europei.

Ciò in quanto – come s'è accennato – per le loro stesse strutture e modalità di funzionamento i nuovi mercati sono *oggettivamente* regolamentabili e controlla-

¹³Sulla nozione di regolazione, comprensiva della regolamentazione e del controllo delle attività, sia consentito il rinvio a AMOROSINO, *Trasformazioni dei mercati, nuovi modelli regolatori e mission del diritto dell'economia* in Dir. Econ., n. 2/2016, p. 339 ss.

¹⁴Cfr. AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Padova 2016, cap. IX.

bili solo in misura ridotta. In più i gestori dei sistemi o piattaforme tendono *soggettivamente* a sottrarsi quanto più possibile alle regolazioni pubbliche – nazionali ed europee – ed a rimanere, quindi, assoggettati dalla regolazione per loro più *conveniente*: quella posta da essi stessi, a tutela dei propri interessi.

In questo nuovo scenario appare del tutto improponibile, per i regolatori pubblici, pretendere di dettare minutamente le discipline e poi controllare puntualmente lo svolgimento dei rapporti economici telematici.

Tuttavia i pubblici poteri hanno, nei limiti delle loro possibilità reali, cioè della *contingenza* politica ed organizzativa volta a volta esistente, il *dovere* di tutelare diritti ed interessi che trovano fondamento nei Trattati e Convenzioni europei e nella nostra Costituzione. [È pur vero che si tratta di valori e principi suscettibili di superamento in forza di successive scelte politiche¹⁵, ma ciò non rileva ai fini della necessità e doverosità – allo stato – di tutelarli].

È il caso di precisare che l'esercizio dei poteri di regolazione non può risolversi in un tentativo di limitare o impedire le attività economiche telematiche, il quale sarebbe per un verso vano e per l'altro pregiudizievole per lo sviluppo della nuova economia¹⁶ [come se un redivivo Daniele da Volterra – pittore del XVI secolo, detto "il Braghettone", per aver coperto, su ordine della Curia vaticana, con vesti e foglie di fico i nudi del Giudizio Universale – tentasse oggi di metter le braghe agli *ologrammi*, cui possono esser paragonate le attività economiche telematiche per la velocità delle loro evoluzioni e trasfigurazioni].

Sta di fatto, come si accennerà, che tentativi di tal genere non mancano.

Viceversa proprio ai fini dell'effettività della tutela la regolazione dev'essere selettiva e proporzionata (e, a tali fini, preceduta da accurate simulazioni della sua applicabilità e reale efficacia).

¹⁵Cfr. IRTI, *Diritto e tecnica (in dialogo con E. Severino e L. Mengoni)*, in *Lo Stato*, Anno IV, n. 6, gennaio-giugno 2016.

¹⁶Cfr. AMMANNATI, *Le riserve di attività ... cit.*

4. Come s'è accennato le diverse tipologie, e settori, di attività economiche telematiche presentano ciascuna profili peculiari di rilevanza ai fini regolatori.

Appare quindi opportuno procedere ad una sommaria intavolazione per macroambiti al fine di individuare gli specifici *punti* di incidenza¹⁷ – a seconda dei casi – su vari interessi generali (riconducibili alla “costituzione economica materiale”¹⁸, europea e nazionale) e, prima, sui diritti fondamentali della persona.

Al fine di delimitare il campo delle attività economiche telematiche che pongono i più complessi problemi ai regolatori pubblici appare opportuno focalizzare – l'attenzione – nella galassia degli scambi di beni o servizi che avvengono per via telematica – su quelli che si svolgono nell'ambito di piattaforme telematiche.

Tra i due ambiti vi è, concettualmente, un rapporto da *genus a species* (peraltro molto articolata, con numerosissime “sottospecie”).

L'elemento comune è – ovviamente – che gli scambi avvengono per via telematica.

L'elemento differenziale¹⁹ è dato dal grado di interazione tra le “parti” del rapporto ed eventualmente tra di esse – separatamente o contemporaneamente – ed il gestore della piattaforma.

È di immediata evidenza la diversità strutturale tra i due tipi di rapporti.

Si pensi all'acquisto “su internet” di un libro (o del suo contenuto): il potenziale acquirente, una volta accertata la disponibilità ed il costo, si limita a decidere se ordinarlo o meno. Analogo discorso vale per l'acquisizione di un servizio standardizzato (ad esempio: un modello di ricorso per la restituzione di un'imposta dichiarata illegittima, elaborato da un'associazione di difesa dei contribuenti, che può essere scaricato gratuitamente o semigratuitamente).

¹⁷Secondo l'espressiva formula di CRISAFULLI, *Lezioni di diritto costituzionale*, vol. I, Padova 1962.

¹⁸Cfr. AMOROSINO, *La «costituzione economica»: note esplicative di una nozione controversa* in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, a cura di M. Pellegrini, Padova 2016.

¹⁹Cfr. SEGNALINI, *Piattaforme digitali: punto della situazione e «case study»*, comunicazione al convegno *Le riserve di attività ... cit.*

Il grado di effettiva interazione tra il venditore e l'acquirente o – nel secondo esempio – tra il fornitore ed il potenziale utente del modello di ricorso è minimo.

Ai fini regolatori possono venire in rilievo eventuali pratiche commerciali scorrette, già tipizzate e represses dall'AGCM.

Del tutto diversa è la situazione delle attività economiche incentrate su *piattaforme telematiche*, nelle quali l'interazione, tra utenti e/o con il gestore della piattaforma, è massima e presenta alcuni elementi di negoziabilità.

Nell'ambito dell'*economia di piattaforma* possono essere individuati tre "aggregati", che presentano ciascuno problemi regolatori differenziati:

I) le piattaforme che organizzano scambi di beni o servizi assai disparati, accomunati da una qualificazione negativa, l'essere "non finanziari"; esemplificando si va da Uber, alla domanda ed offerta di prestazioni lavorative, alle nuove forme di offerta turistica (AIR bnb), a vari servizi alle imprese o alle persone, al mercato del *real estate* o a quello dell'arte e della cultura, alla fornitura – negoziata in via telematica tra diverse offerte – di cibi e bevande;

II) le piattaforme che si occupano di servizi finanziari: bancari, assicurativi o mobiliari;

III) le piattaforme che si occupano di sistemi di pagamento elettronico, valute virtuali, etc.

5. Un tratto che accomuna molte attività economiche che si svolgono su piattaforme è l'aver prodotto effetti di obsolescenza di preesistenti regolazioni di settore incentrate sulla riserva amministrativa di attività ad operatori abilitati: dai servizi di taxi o di noleggio con conducente; alle agenzie di viaggi; alle agenzie immobiliari; alle case d'aste di antiquariato o di opere d'arte; alle agenzie del lavoro; ai locali che somministrano cibi e bevande.

Il meccanismo tipico di tali regolazioni si fondava su *quattro pilastri*: il contingentamento (in alcuni casi) del numero di soggetti abilitati; la preclusione dello svolgimento dell'attività ai non abilitati; l'abilitazione legittimante; la soggezione a con-

trolli amministrativi successivi sul rispetto delle regole che disciplinano ciascuna delle attività regolate.

Tutti e quattro i pilastri sono oggi *scossi dalle fondamenta*: i gestori delle piattaforme telematiche sono un numero non predeterminato, non hanno chiesto (né ottenuto) alcun “permesso” ed operano nel mercato sconfinato. Quanto ai controlli pubblici attualmente sono assai ridotti e sono (e saranno) legittimi nella limitata misura in cui siano volti a tutelare interessi specifici quali, ad esempio: la trasparenza della fissazione dei prezzi, nei casi frequenti in cui essi sono continuamente cangianti; la sicurezza dei trasportati; la salute dei cittadini in caso di piattaforme di vendita e distribuzione di medicine; la tutela dei dati personali.

L’attuale scenario della problematica regolatoria delle attività economiche su piattaforme telematiche appare caratterizzato da una certa indeterminazione e da spinte contraddittorie.

Se sui *verba generalia* ora accennati si registrano ampie convergenze nel concreto dei singoli settori si rinvengono situazioni estremamente diversificate che oscillano tra tentativi regressivi e faticose ipotesi di modelli neoregolatori.

Iniziando dai tentativi regressivi, volti a frenare l’affermazione delle nuove piattaforme, possono esser citati come casi esemplari²⁰ quello della Regione Lazio concretatosi in un Regolamento n. 8/2015 “*Nuova disciplina delle attività ricettive alberghiere*”, recante una disciplina palesemente ed irragionevolmente restrittiva dell’attività di accoglienza in alloggi familiari o privati. Su ricorso dell’AGCM il TAR Lazio lo ha annullato con sentenza n. 06755/2016.

Esiti contraddittori ed interlocutori ha avuto, invece, la vicenda di uber in ordine alla quale l’AGCM (parere AS1222/2015) ha, da un lato, rilevato la liceità dell’attività, in assenza di specifica disciplina normativa, e, dall’altro, la necessità di assicurare il rispetto dell’art. 86 del Codice della Strada in materia di sicurezza dei

²⁰Cfr. ARGENTATI, *Sharing economy, innovazione tecnologica e mercati emergenti: quali sfide per la regolazione dei mercati?*, comunicazione al convegno, *Le riserve di attività ... cit.*

trasportati da parte dei guidatori non professionali che utilizzano veicoli propri, nonché di adeguare le garanzie assicurative contro i rischi di sinistri.

È un approccio equilibrato che contribuisce a definire il percorso da intraprendere non solo, ovviamente, per uber.

Da un lato è preferibile l'assenza di specifiche e frettolose regolamentazioni, se queste rischiano di incidere negativamente su uno dei tre interessi generali – in linea concettuale confliggenti che devono essere contemperati: la libertà di accesso al mercato di nuovi *competitors*, la tutela degli utenti consumatori e l'innovazione tecnologica ed economica²¹.

E, dunque, il parametro per commisurare l'utilità ed efficacia delle attuali e di ulteriori regolazioni (regolamentazioni e controlli) è *se, quanto e come* siano contemperate le tutele dei tre interessi in gioco.

E, comunque, le regolazioni nazionali devono essere uniformate dalla regolamentazione "strategica" europea²², la quale – a seconda dei settori – potrà prevedere un'agenzia europea di promozione e vigilanza dell'economia collaborativa e controlli nazionali per attività specifiche o atomizzate.

Naturalmente il contenuto della regolazione varia a seconda se le piattaforme svolgono un'attività di intermediazione o, invece, un ruolo di controparte economica degli utenti.

In linea generale si può dire che il *favor* per l'innovazione e la libertà di accesso al mercato non esclude affatto la previsione di "filtri", cioè di procedure di verifica della sussistenza, e della permanenza, dei requisiti per lo svolgimento professionale della specifica attività economia telematica, ma impone che i requisiti prescritti devono essere giustificati e proporzionati [il "furore" regolamentatorio europeo è tristemente noto].

²¹Cfr. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia "Uberizzata"* cit..

²²Cfr. QUADRI, *L'approccio europeo alla sharing economy*, comunicazione al convegno *Le riserve ...* cit.

Per quel che riguarda i controlli sull'operatività e sulle prassi delle piattaforme, nei loro rapporti con gli utenti, è opinione di chi scrive che si debba puntare su un *mix* di strumenti:

- l'*enforcement* privato, fondato sui tre classici strumenti del mercato: la competizione, la reputazione e l'innovazione;

- l'interpretazione evolutiva, da parte della Commissione Europea e dell'AGCM, del corpus di regole e di *acquis* (costituiti dai "precedenti") in tema di tutela del mercato aperto e concorrenziale;

- la messa a punto graduale, e la sperimentazione, da parte delle Autorità di vigilanza finanziarie, europee e nazionali, di una regolazione flessibile e condizionale;

- l'applicazione giurisprudenziale dei principi in materia di responsabilità precontrattuale (in particolare in materia di obblighi informativi)²³ e contrattuale²⁴.

6. Le attività relative ai tre settori finanziari su piattaforme telematiche presentano particolari difficoltà, ai fini regolatori, per la *sommatoria* di tre fattori peculiari:

I) la complessità e varietà di tipologie delle attività stesse: la finanza è il campo privilegiato di invenzione e moltiplicazione di sequenze telematiche;

II) l'estrema delicatezza del loro oggetto – il risparmio e comunque le risorse finanziarie – e la loro rischiosità sistemica;

III) la preesistenza di una iperregolamentazione soffocante e la conseguente tentazione di perpetuare tale approccio.

Il secondo e terzo profilo sono ormai dei *postulati*; è invece necessaria qualche rapida notazione sul primo.

Il contesto tecnologico consente ai gestori delle piattaforme, e più in generale a soggetti professionali, di fare applicazione di modelli operativi aperti in grado

²³Cfr. DI DONNA, *Obblighi informativi precontrattuali*, Milano 2008.

²⁴V. per tutti ALPA, *Corso di diritto contrattuale*, Padova 2006.

di gestire un numero elevato di operazioni (correlate a rapporti giuridici) che creano, in un ambiente condiviso, economie di scala e sequenze capaci di mettere in relazione soggetti in surplus e soggetti in deficit di risorse finanziarie²⁵.

È di immediata evidenza la forte concorrenzialità di questi operatori, e mercati, con quelli “tradizionali”, abilitati ed iperregolati, i quali tentano di “rincorrere” i primi mediante l’adozione, a loro volta, di piattaforme telematiche e conseguenti, dolorose riduzioni dei costi e del personale.

Si creano, quindi, dei *sistemi ombra*, paralleli ai mercati regolamentati ed a quelli gestiti da intermediari vigilati, nei quali vi sono soggetti che emettono, sottoscrivono e negoziano prodotti finanziari (nel senso più lato del termine)²⁶.

A ben vedere la realtà presenta un caleidoscopio di situazioni differenziate.

In estrema schematizzazione si può dire che il nocciolo duro delle attività finanziarie “primarie” – l’erogazione del credito, la stipula di polizze assicurative e gli scambi nei mercati regolamentati e negli ATS – sono ancora in buona parte nelle mani dei soggetti abilitati, i quali sempre più operano con sistemi telematici.

Né potrebbe essere altrimenti dato il regime autorizzatorio di accesso al mercato.

Attorno a questi noccioli duri – ma sempre più circondandoli ed insidiandoli, come nei film western gli indiani con le carovane di pionieri – fioriscono le attività finanziarie telematiche non regolate o solo parzialmente regolate.

Vi sono quindi “territori di confine” nei quali vengono svolte attività che facilmente trascolorano in altre, come ad esempio la *promozione* via web di finanziatori ed intermediari del credito può “portare” alla prestazione di finanziamenti; o, ancora, la comparazione di prodotti creditizi, che si può trasmutare in consulenza²⁷.

²⁵Si riprende l’impostazione di LEMMA, *Soggettività bancaria e finanziaria nei modelli di sharing economy*, comunicazione al convegno *Le riserve cit.*

²⁶Cfr. NIUTTA, *Concetti di base: i prodotti finanziari, gli strumenti finanziari, la negoziazione e l’intermediazione finanziaria* in AA. VV., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di S. Amorosino, III ed., Milano 2014, p. 55 ss.

²⁷Cfr. MARCHESI, *Linee evolutive della mediazione creditizia: tra i siti di comparazione e la consulenza indipendente*, comunicazione al convegno *Le riserve ... cit.*

Nel settore delle assicurazioni un potente fattore di trasformazione della stessa ideazione ed offerta, sempre più personalizzata, di prodotti è costituito dai *Big Data*²⁸, che consentono una conoscenza analitica *predittiva* delle evoluzioni del mercato e dei comportamenti della potenziale clientela, in particolare per quanto riguarda la determinazione dei premi.

L'analisi e l'elaborazione di una ingente congerie di informazioni comporta peraltro costi elevati che determinano una concentrazione del *potere di mercato* in capo ad un limitato numero di *attori* (restringendo la concorrenza, al contrario di quanto accade nel caso di Uber ed AIRb&b, il che dimostra che l'economia telematica può produrre effetti molto differenti da settore a settore).

Un'altra criticità, particolarmente accentuata in questo settore, riguarda la sicurezza e l'uso dei dati personali (in proposito sarà cruciale l'implementazione del Regolamento 679/2016/UE).

Un'analoga "rivoluzione culturale" impongono i *Big Data* agli intermediari finanziari, i quali debbono utilizzare la moltiplicazione delle informazioni disponibili per costruire in modo più mirato i loro prodotti (*product governance*)²⁹ e – specularmente – le autorità di vigilanza debbono affinare, *e di molto*, il loro *potere di intervento* sui prodotti³⁰.

A questo proposito sono da segnalare molteplici difficoltà che vanno dalla difficoltà di distinguere e definire³¹ i singoli tipi di attività, anche a causa delle loro rapide evoluzioni, alla più generale incertezza, e quindi lentezza, delle Autorità "finanziarie" europee e della Commissione sull'approccio da scegliere per fronteggiare le tumultuose mutazioni del presente: se imbrigliare con ulteriori regole

²⁸Cfr. CAMEDDA, *Larivoluzione tecnologica nel settore assicurativo: l'avvento dei Big Data*, ibidem

²⁹ F. Mattassoglio, *La profilazione dell'investitore nell'era dei Big Data*, ibidem e V. Troiano, *La product governance* in AA.VV., *La MIFID II*, a cura di V. Troiano e R. Motroni, Padova 2016, p. 213 ss..

³⁰ F. Guarracino, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. Product Intervention)* nel volume cit. alla nota precedente, p. 231 ss.

³¹ v., ad esempio, A. Sacco Ginevri, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto di interessi*, comunicazione al convegno *Le riserve....* cit., a proposito della distinzione tra consulenza di voto e consulenza finanziaria.

l'innovazione (con il forte rischio di ineffettività, cui s'è accennato) o, se invece, almeno in una prima fase, puntare sulla *soft regulation* articolata nell'indicazione di *good practices*, ed in *guidelines, recommendations* e *nudges*³².

Il punto nodale – come sempre – è quello dell'efficienza e della qualificazione tecnologica delle strutture organizzative preposte ai controlli.

7. Questioni parimenti complesse ed irrisolte si pongono per la regolazione delle valute virtuali e dei sistemi di pagamento elettronici.

Quanto alle prime è ancora discussa la definizione giuridica³³ di un fenomeno destinato ad incidere profondamente sull'economia monetaria³⁴ e sugli studi ad essa dedicati.

Per quanto qui interessa vengono in rilievo alcuni connotati caratterizzanti e taluni tratti distintivi da altri fenomeni.

Sul primo versante la *virtualità* (la circolazione è esclusivamente elettronica e non fisica) è correlata alla *sconfinatezza* della circolazione stessa nell'ambito di sistemi paralleli e non interferenti con i circuiti monetari ufficiali; ciò impone una regolazione "dedicata" sovranazionale e possibilmente globale.

Sul secondo versante occorre tener ferma la distinzione tra le valute virtuali e la moneta elettronica ch'è un sistema – specificamente regolato sia dalla Direttiva 2009/110/UE che dal TUB – di trasferimento di quantità di valute ufficiali (dollari, sterline, euro, yen, etc.). Tale distinzione – e, prima, quella tra valute virtuali e monete legali – è rimarcata in tutti documenti ufficiali dell'UE dell'EBA e della Banca d'Italia (Comunicazione 30 gennaio 2015, nella quale si sottolinea che le VV "*non sono monete legali e non devono essere confuse con la moneta elettronica*").

Traspare – dalla secca puntualizzazione di Banca d'Italia – una forte diffidenza delle istituzioni di vigilanza finanziarie nei confronti di sistemi che possono essere

³²Cfr. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, ibidem.

³³Cfr. BERTARINI, *L'innovazione del sistema monetario: le valute virtuali*, ibidem.

³⁴Cfr. BAGELLA, *Note sull'evoluzione della moneta nell'economia contemporanea*, in An. Giur. Econ. 2015, n. 1.

utilizzati a fini terroristici o di riciclaggio e sono molto rischiosi per i risparmiatori per la carenza di obblighi informativi e di presidi di trasparenza³⁵. Criticità destinate a moltiplicarsi se le valute virtuali assumono dimensioni sistemiche.

Sta di fatto che si tratta di un fenomeno ancora non regolato, anche per la difficoltà di individuare l'autorità o le autorità "di riferimento" della regolazione, e – soprattutto – di indicare metodi efficaci di implementazione di essa; ciò presuppone accordi internazionali, i quali abbisognano di un complesso percorso di definizione.

Resta dunque da registrare la contraddittorietà di una situazione nella quale – com'è stato rilevato³⁶ - *"Bitcoin, e con esso tutte le monete virtuali, non facendo riferimento ad un sistema normativo specifico stabilito da un'autorità centrale, non possono assolvere alla funzione di mezzo di adempimento delle obbligazioni pecuniarie"* (salvo il caso di accordo tra le parti) e tuttavia ove *"divenissero de facto sufficientemente diffuse potrebbero ad un certo punto assumere una funzione monetaria in senso stretto"*, ancorché extralegale, nel senso della legalità monetaria: peraltro – per via legislativa o giudiziaria – in qualche Paese le monete virtuali sono anche legalmente riconosciute [un po' come le unioni civili rispetto al matrimonio. La metafora è meno azzardata di quanto può sembrare: nell'uno e nell'altro caso – delle monete e delle unioni personali – viene in rilievo il "sottostante", vale a dire il mutuo affidamento e l'affidabilità e stabilità].

Molto rapida è la diffusione dei pagamenti (in monete ufficiali) via internet (*e-payments*) e mediante apps dei cellulari (*m-payments*), correlate *in primis* all'altrettanto rapido sviluppo del commercio elettronico, ma più in generale all'evoluzione tecnologica.

³⁵Cfr. GRECO - ABATE, *Riserve di attività versus piattaforme di gestione delle valute virtuali: il caso «Sardex»*, ibidem.

³⁶Cfr. LEMME - PELUSO, *Criptomoneta e distacco*, ibidem.

I principali ostacoli alle potenzialità diffuse sono – questa volta – principalmente tecnologici e di interessi economici e sono la mancanza di standardizzazione tecnica e di piena interoperabilità tra sistemi diversi³⁷.

S'è posto quindi il problema per i regolatori – europei e statunitensi – se tali criticità siano meglio superabili nell'arena degli attori di mercato costretti ad accordarsi dal comune interesse a sviluppare il mercato stesso sulla base dei rapporti di forza tra i padroni delle piattaforme o se viceversa, sia auspicabile un intervento dei regolatori volto a favorire la standardizzazione e le interoperabilità, in funzione della promozione ordinata del mercato stesso.

La principale obiezione nei confronti delle *regulation* pubbliche è che non siamo in presenza di fallimenti del mercato, che necessitano di correzioni.

Una controobiezione potrebbe essere che esistono anche rispetto a questi mercati interessi generali – a cominciare dal maggiore ed efficiente sviluppo del mercato stesso – quali la sicurezza degli scambi, la trasparenza e la correttezza dei rapporti con la clientela e la tutela dei dati personali.

L'UE – mediante regolamenti e direttive – ha sinora affrontato, da diverse angolazioni, le articolate questioni poste da ciascuno dei numerosi profili da disciplinare. Nuove regolazioni sono a vari stadi di definizione.

Ci si limita qui a richiamare i principi che sempre più devono informare la regolazione: nello specifico subsettore la *neutralità tecnologica* (vale a dire non privilegiare una tecnologia o sistema rispetto ad altri), la *prevedibilità* (nell'applicazione delle statuizioni precettive), la *non discriminatorietà* (declinazione della proporzionalità) ed, infine, la flessibilità nei tempi e nei modi di implementazione.

In questo quadro assumono importante rilievo economico; sociale e culturale i sistemi che realizzano le *rimesse di denaro*, soprattutto da parte di emigranti (cd sistemi di pagamento informali, nei quali il denaro versato ad uno dei terminali della rete viene consegnato in pari quantità al destinatario dal terminale di arrivo).

³⁷Cfr. CERVONE, *Sistemi di pagamento elettronico e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente, competitivo ed innovativo*, ibidem.

Il buon fine dell'operazione è garantito dai vincoli solidali, reputazionali e finanziari tra tutti i terminali della rete³⁸.

Come si vede esistono ormai una varietà di “non banche”³⁹, espressione che indica l'eterogeneità dei soggetti coinvolti.

Ciò ha suggerito alla Banca d'Italia di incentrare la regolazione – innanzitutto inserendola nel TUB – sulla tipizzazione delle attività più che sulla classificazione dei soggetti.

Dalla sommaria intavolazione dei problemi sin qui accennata risulta verificata l'intuizione, di teoria generale, della *complessità giuridica* come indispensabile categoria di analisi⁴⁰ nell'attuale fase storica.

Sandro Amorosino

già Ordinario di diritto dell'economia

nell'Università di Roma "La Sapienza"

³⁸Cfr. MOLITERNI, *Rimesse di denaro e sistemi di pagamento cd informali o “alternative remittance systems” fra reti sociali personali, regole e procedure*, ibidem.

³⁹Cfr. RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina*, ibidem.

⁴⁰Piace qui ricordare un grande giurista: FALZEA, voce *Complessità giuridica* in *Enc. Dir. Annali 1*, Milano 2007.

LA CONSULENZA FINANZIARIA ALLA LUCE DELLA MIFID 2: PROFILI GIURIDICI *

*(Investment advisory under
MIFID 2: legal issues)*

ABSTRACT: *This paper analyzes the new role of financial advisers under MiFID 2. It distinguishes advice on 'independent basis' from that without such a qualification, focusing on the prohibition, provided by the mentioned regulation, for the same financial advisor to exercise both the consulting activities.*

Then some critical remarks regarding the prohibition set forth by article 53 of the E.U. Delegated Regulation April 25, 2016, follow, highlighting the inevitable limitations in the performance of the financial advisor who comes from this rule. It makes difficult to perform the professional activity in a manner consistent with the reserved nature of the same.

Finally, this paper examines certain issues regarding remuneration and incentives.

SOMMARIO: 1. Mercati finanziari e complessità. - 2. De-cartolarizzazione e asimmetria informativa nel mercato finanziario. - 3. I consulenti finanziari. - 4. Il nuovo ruolo dei consulenti finanziari alla luce della MiFID 2. - 5. La consulenza su base indipendente o non indipendente. - 6. Il divieto per il medesimo consulente finanziario di svolgere entrambe le tipologie di consulenza. - 7. (segue) Note critiche circa il divieto di cui all'art. 53 del Regolamento delegato della C.E. del 25 aprile 2016. - 8. Le novità in materia di remunerazioni e incentivi.

1. Il mercato finanziario è da sempre un ambiente caratterizzato da particolare complessità, e questo sia dal punto di vista strettamente economico-finanziario, che dal punto di vista giuridico¹.

*Contributo approvato dai revisori.

¹Secondo PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, p. 478, «Tra mercato e diritto non v'è un prima e un dopo, ma

Negli ultimi quattro lustri, però, la complessità è andata via via crescendo sempre di più in ragione di una serie di fattori tra loro combinati²:

- a) informatizzazione delle dinamiche negoziali e de-cartolarizzazione della ricchezza anche finanziaria;
- b) globalizzazione dei mercati;
- c) affermazione della c.d. ingegneria finanziaria con conseguente iper-sofisticazione dei prodotti offerti e, dunque, in definitiva scambiati;
- d) cambiamento epocale dei processi industriali determinato dalla telematica applicata ai fattori produttivi;
- e) inversione dei tradizionali rapporti di forza tra fattori finanziari e industriali nel settore degli investimenti³;

una inscindibilità logica e storica. Il mercato è, per definizione, un'istituzione economica e giuridica ad un tempo, rappresentata dal proprio statuto normativo, come tale caratterizzato da scelte politiche». Il mercato è invece definito da IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, quale *locus artificialis*, costruito e non trovato nell'originaria natura degli uomini. Se consentito sul punto si rinvia anche a DI CIOMMO, *Contratto e mercato*, cap. XV, in Macario - Amadio (a cura di), *Diritto civile*, parte I, Bologna, 2014, pagg. 562-584, in part. 562, dove può leggersi che «mentre il mercato è qualcosa che nasce spontaneamente in natura quando gli individui sono liberi di scambiare tra loro beni o promesse, il contratto è un istituto, o se si preferisce una istituzione [...]. In estrema sintesi, può dirsi che il contratto costituisce la istituzionalizzazione dello scambio (cioè il modo in cui l'ordinamento giuridico riconosce rilevanza al fenomeno), inteso come atto materiale posto in essere in natura tra consociati interessati a realizzare tra loro una operazione con risvolti economici avente particolari caratteristiche (che possono variare da ordinamento ad ordinamento visto che la nozione di contratto non è uguale ad ogni latitudine). L'istituzionalizzazione, nel senso in cui qui la si intende, è il risultato dell'intervento dell'ordinamento giuridico, e dipende sia nell'*an* che nel *quo modo* da decisioni di politica del diritto assunte in funzione di esigenze economiche, finanziarie, morali e quant'altro. Il mercato, invece, è il luogo, anche non fisico, in cui si realizzano tali scambi, e cioè dove si incontrano quanti sono disposti a cedere ad altri certi beni o, più in generale, una certa utilità, per assicurarsi una diversa utilità con cui soddisfare un proprio bisogno».

²Per una efficace ed argomentata sintesi delle circostanze che più hanno inciso sulla radicale trasformazione dei mercati bancari e finanziari negli ultimi lustri, v. CAPRIGLIONE, *Capitoli 1°, 2° e 3°*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, pagg. 1-172.

³Negli ultimi anni gli investimenti in tutto il mondo, in ragione anche dell'oggettiva incertezza macroeconomica determinata dalla recente grande crisi, si sono dirottati sempre più su operazioni meramente finanziarie di breve o, nella migliore delle ipotesi, medio periodo, spesso trascurando le componenti industriali sottostanti. Ciò ha indotto anche i legislatori a considerare l'investimento principalmente quale operazione di *trading*, finendo, per molti versi, per trascurare il fatto che la remuneratività degli investimenti sui mercati finanziari non è, e non può essere, almeno se considerata nel medio-lungo periodo, indipendente rispetto alla capacità dell'investimento stesso di generare plusvalore nella c.d. economia reale. Il tema, per il vero cruciale, è molto complesso e, dunque, non si presta ad essere, neanche per sommi capi, trattato in questa sede.

e ancora

- f) definitiva consacrazione di alcune economie un tempo considerate emergenti e conseguente perdita di centralità di quello che un tempo era l'Occidente;
- g) alta mutabilità dei contesti geopolitici di riferimento (cfr. i rapidi cambiamenti che è possibile osservare nei rapporti diplomatici tra USA, Russia e Cina);
- h) aumento delle masse in circolazione (negli ultimi anni senz'altro condizionato anche dalla politica monetaria fortemente espansiva adottata dalle principali Banche Centrali per reagire alla crisi scoppiata nel 2008);
- i) liquidità dei processi sociali e dunque accelerazione dei cambiamenti, politici, industriali e monetari⁴.

Se mai ce ne fosse bisogno, prova di questa complessità è data dalle difficoltà con cui i legislatori, di qualsiasi latitudine, approcciano i fenomeni finanziari⁵.

A riguardo, giova evidenziare come nel nostro ordinamento le stesse nozioni giuridiche di "*prodotto finanziario*", "*strumento finanziario*" e "*valore mobiliare*" mostrano confini incerti, tanto che non risulta chiaro, dal tenore letterale delle norme sia interne sia europee di riferimento, in quale rapporto questi stessi *prodotti* si trovino tra loro⁶.

Ed infatti, mentre l'art. 18 *bis* aggiunto dalla legge n. 281 del 1985 alla legge n. 216 del 1974 (istitutiva della Consob) assumeva, come nozione di riferimento, il "*valore mobiliare*", il d. lgs. 58 del 1998, contenente il TUF, allarga il raggio e utilizza

⁴Non a caso la direttiva 2004/39/CE (c.d. MiFID 1) considera che «negli ultimi anni è cresciuto il numero degli investitori che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa», ed in ragione di ciò prevede all'art. 19, al fine di garantire la protezione degli investitori, che «gli Stati prescrivono che le imprese di investimento, quando prestano servizi di investimento e/o, se del caso, servizi accessori ai clienti, agiscono in modo onesto, equo e professionale» .

⁵Sulla attuali "crisi" del diritto di fronte alla complessità e alla mutevolezza degli scenari tecnologici e finanziari, ed inoltre sul ruolo svolto oggi nel mercato dall'insicurezza e dal rischio, sia dato rinviare a DI CIOMMO, *Civiltà tecnologica, mercato ed insicurezza: le responsabilità del diritto*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2010, 565.

⁶Cfr. sul punto diffusamente LA ROCCA, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di "strumento finanziario"*, Torino, 2009, nonché, più di recente, sebbene in termini meno analitici, COSTI, *Il mercato mobiliare*, in V. Buonocore (ideato da), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2016, in particolare p. 751.

l'espressione "*prodotto finanziario*". Questo, viene definito come uno strumento finanziario e, tra gli strumenti finanziari viene, per l'appunto, ricompreso anche il valore mobiliare.

La direttiva 2004/39/CE, invece, prende a riferimento lo "*strumento finanziario*", in luogo del "*prodotto*" di cui al testo italiano, e pur tuttavia non ne fornisce alcuna definizione, a dispetto della stessa rubrica dell'art. 4, il cui num. 17 prescrive che per "*strumento finanziario* deve intendersi qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I". Nell'elenco di cui al citato allegato rientrano i valori mobiliari, definiti altresì dal medesimo art. 4, al num. 18, quali "*categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziate nel mercato dei capitali*".

Sembrerebbe, dunque, che mentre per la legge italiana il *genus* sia rappresentato dal prodotto finanziario, essendo lo strumento una *species* del prodotto e il valore mobiliare, a sua volta, una *species* dello strumento, per la direttiva MiFID il *genus* di riferimento debba considerarsi lo strumento finanziario nel quale compare, quale sua *species*, il valore mobiliare, ma non il prodotto finanziario⁷.

2. Come cennato, la circolazione della ricchezza negli ultimi decenni si è progressivamente decartolarizzata⁸, non essendo più legata alla *res* (materiale) né incorporata in un documento, con la conseguente e crescente difficoltà da parte del privato risparmiatore di comprendere e sapere individuare con certezza il contenuto dei nuovi strumenti di ricchezza e, quindi, di saper operare, tra questi, scelte consape-

⁷In questo senso CILENTO, *I doveri di informazione del consulente finanziario*, Napoli, 2017, opera in corso di pubblicazione che è stata possibile consultare per gentile concessione dell'Autore, e alla quale si rinvia anche per ulteriori considerazioni qui esposte nei paragrafi da 1 a 3.

⁸Per de-cartolarizzazione dovrebbe intendersi «il complesso delle tecniche preordinate ad eliminare gli inconvenienti che l'incorporazione del diritto nel titolo di credito determina nella circolazione di tali documenti e quindi a rendere ancora più agevole, attraverso modi più spediti per l'esercizio dei diritti, la circolazione della ricchezza», così BUONOCORE, in Bessone (a cura di), *Istituzioni di diritto privato*, Torino, 2015, p. 1151. Per una primissima riflessione in argomento a commento del d.lgs. 24 giugno 1999 n. 213, che introdusse la disciplina degli strumenti finanziari dematerializzati nel nostro ordinamento, v. VISENTINI - STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *La circolazione dei diritti negoziabili nei mercati regolamentati*, Roma, 2002.

voli⁹.

A ciò si aggiunge il rischio ulteriore, da parte del mercato, di non riuscire a garantire efficacemente l'incontro tra l'offerta e la domanda, perché quando una delle due parti soffre di scarse conoscenze e competenze, e dunque di scarse informazioni e, in definitiva, di scarsa consapevolezza rispetto all'accordo da perfezionare, è evidente che quest'ultimo sarà con tutta probabilità inefficiente dal punto di vista allocativo, e cioè non potrà realizzare la sua migliore, nel senso paretiano del termine, distribuzione delle utilità derivanti dall'accordo medesimo¹⁰. Il che in definitiva, alla lunga, penalizzerà il mercato stesso perché, banalmente, un investitore/ consumatore poco soddisfatto avrà meno propensione ad investire ancora¹¹.

La cennata difficoltà di comprensione dei prodotti e delle dinamiche è alla base della inevitabile, ma negli ultimi lustri fortemente accresciuta, asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra intermediario e investitore, specie quando quest'ultimo non appartiene alla categoria degli investitori professionali¹².

⁹Da due recenti ricerche pubblicate dalla Consob, il 3 luglio 2015 e il 13 settembre 2016 (intitolate entrambe "Report on financial investments of Italian households, Behavioural attitudes and approaches", ed entrambe consultabili on-line al link <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>) è emerso, tra l'altro, che l'investitore italiano: ritiene di avere capacità finanziarie superiori alla media; mostra limitate conoscenze finanziarie di base; è esposto a errori di valutazione che possono distorcere la percezione del rischio, anche nei casi di elevati livelli di istruzione e conoscenze finanziarie; cerca il consiglio di familiari e amici; ha una scarsa capacità di orientamento nel percorso di investimento. Da tale scenario si evince che la consulenza, abbinata all'educazione dei risparmiatori, rappresenta uno degli elementi portanti della strategia di protezione degli investitori ed è fondamentale per aumentare l'efficacia dell'azione di vigilanza. Una politica pubblica di educazione finanziaria contribuisce a rendere consapevoli i risparmiatori delle loro scelte d'investimento. In tale ottica, l'ABF ha sottoscritto una dichiarazione di intenti con il Ministero dell'Istruzione Università e Ricerca per favorire l'educazione finanziaria sin dall'età scolare.

¹⁰Sul punto ampiamente DI CIOMMO, *Efficienza allocativa e teoria giuridica del contratto. Contributo allo studio dell'autonomia privata*, Torino, 2012. Cfr. anche MAROTTA, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010, p. 44.

¹¹Cfr. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, p. 335 ss., secondo la quale, per l'appunto, l'asimmetria informativa sarebbe non solo di ostacolo al libero dispiegarsi della concorrenza e, quindi, al raggiungimento dell'equilibrio di mercato, ma minerebbe l'esistenza stessa del mercato dal suo interno.

¹²Sul punto, diffuse considerazioni particolarmente interessanti sono svolte da BARCELLONA, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio. L'intermediazione finanziaria e le responsabilità di banche e Consob*, Quaderni di Banca, borsa e tit. cred., n. 31, Milano, 2009. Tra gli altri, sempre nella prospettiva della responsabilità degli intermediari nei confronti dei consumatori di servizi finanziari, v. anche IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011; BERSANI, *La*

3. Per ovviare a tale squilibrio contrattuale, in grado di pregiudicare, oltre al contraente debole, la stabilità dell'intero mercato¹³, la legge e le relative norme attuative emanate dagli organismi di settore pongono a carico dei soggetti autorizzati all'esercizio dei servizi e delle attività di investimento, specifici obblighi di comportamento, che in verità hanno caratterizzato sin dall'inizio la disciplina del mercato finanziario¹⁴, ma che negli ultimi anni sono stati raffinati e resi molto più efficaci e penetranti.

Tralasciando le vicende meno recenti, va qui ricordato che in Italia il diritto finanziario ha, come noto, trovato il suo statuto di riferimento nel testo unico in materia di intermediazione finanziaria, c.d. testo unico della finanza (TUF), approvato con d. lgs. n. 58 del 1998.

Tale corpo normativo è stato successivamente modificato, in particolare con la legge n. 262 del 2005 relativa alla tutela del risparmio e alla disciplina dei mercati finanziari e con il d. lgs. n. 164 del 2007, con il quale sono state recepite all'interno del TUF le direttive comunitarie c.d. MiFID di I e II livello, e, cioè, rispettivamente, la direttiva 2004/39/CE e la direttiva 2006/73/CE¹⁵.

Da ultimo, l'Unione europea è tornata a legiferare in materia adottando:

responsabilità degli intermediari finanziari, Milano, 2008; e, sebbene più risalente, LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999;

¹³L'intervento pubblico diretto a garantire al mercato un grado adeguato di trasparenza trova la propria ragion d'essere nella necessità di assicurare che il mercato mobiliare funzioni efficientemente e consenta così l'allocazione ottima delle risorse che vi affluiscono. «È l'interesse pubblico al buon funzionamento della intermediazione finanziaria che impone al legislatore di affrontare e risolvere un classico problema di asimmetria informativa e ad imporre la trasparenza che da solo il mercato non garantirebbe»: così COSTI, *op. cit.*, p. 758.

¹⁴Sul punto, anche per i riferimenti dottrinali e giurisprudenziali ivi indicati, sia dato rinviare a DI CIOMMO, *Clausole generali e responsabilità civile dell'intermediario mobiliare*, in *Foro it.* 2000, I, c. 1161 ss.

¹⁵In proposito, *ex multis*, v. ZITIELLO (a cura di), *La MiFID in Italia*, Torino, 2009; DEL BENE (a cura di), *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Milano, 2009; GUERINONI, *La nuova disciplina dei contratti di investimento*, Milano, 2009; ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 485 e ss.; SANGIOVANNI, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nelle nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MiFID*, in *Giur. it.*, 2008, 785 e ss.; ID., *La nuova disciplina dei contratti di investimento dopo l'attuazione della MiFID*, in *Contratti*, 2008, 173 e ss.; nonché MARTORANO - DE LUCA, *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, Milano, 2008.

- a) la direttiva 2014/65/UE (c.d. direttiva madre MiFID 2), che modifica le norme sull'autorizzazione e sui requisiti di organizzazione per i prestatori di servizi di investimento e sulla tutela degli investitori, e che introduce il c.d. sistema organizzato di negoziazione¹⁶; ed inoltre
- b) il Regolamento n. 600/2014 (c.d. MiFIR), volto a migliorare la trasparenza e la concorrenza delle attività di negoziazione limitando l'uso delle deroghe sugli obblighi di comunicazione, prevedendo l'accesso non discriminatorio di tutti gli strumenti finanziari alle sedi di negoziazione e alle controparti centrali (CCP), e soprattutto imponendo che gli strumenti derivati siano negoziati nelle sedi organizzate.

Ogni Stato membro attualmente ha, dunque, termine sino al 3 luglio 2017 per adottare e pubblicare le leggi, i regolamenti e i provvedimenti amministrativi necessari per il pieno recepimento di tale ultima direttiva, e dal 3 gennaio 2018 dovrà applicare tutte le misure per il pieno adeguamento alla MiFID 2, che diventerà così pienamente operativa.

Nel termine inizialmente prescritto di luglio 2016¹⁷, con l'approvazione della legge n. 208 del 2015 (c.d. legge di stabilità 2016) il legislatore italiano ha provveduto a emanare disposizioni per l'adeguamento parziale ai predetti provvedimenti europei.

Quest'ultima, per quanto in questa sede interessa, come noto ha istituito l'Albo unico dei consulenti finanziari, e ridefinito le figure professionali del promotore finanziario e del consulente finanziario.

¹⁶Prime considerazioni circa la MiFID 2 possono leggersi, *ex ceteris*, in TROIANO - MOTRONI (a cura di), *La MiFID 2. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, Padova, 2016; e F. SCACCHI – G. ZAGHINI, *MiFID II. Le nuove regole dei mercati e degli strumenti finanziari. Verso la Capital Market Union*, Roma, 2015.

¹⁷Sia la MiFID 2 che la MiFIR dovevano diventare applicabili 30 mesi dopo la loro entrata in vigore, ossia a partire dal 3 gennaio 2017, e gli Stati membri avrebbero dovuto recepire la MiFID 2 entro il 3 luglio 2016. Tuttavia, tali date sono state prorogate in considerazione dell'esigenza avvertita dall'ESMA (Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati) di approntare, in collaborazione con le autorità nazionali competenti, una nuova infrastruttura informatica in grado di supportare l'entrata in vigore delle nuove norme e cioè capace di ricevere ed elaborare in modo efficace i dati di riferimento sugli strumenti finanziari, forniti dalle sedi di negoziazione e dagli internalizzatori sistematici, che descrivano in maniera uniforme le caratteristiche di ogni strumento finanziario rientrante nell'ambito di applicazione della MiFID 2.

Di conseguenza, la Consob ha apportato, con la delibera n. 19548 del 17 marzo 2016, modifiche sia al Regolamento intermediari (n. 16190 del 2007) sia al Regolamento consulenti (n. 17130 del 2010).

Con tali modifiche sono state introdotte nel nostro ordinamento le denominazioni di “consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede” (in sostituzione del “promotore finanziario”), “consulente finanziario autonomo” (in sostituzione di “consulente finanziario”) e “albo unico dei consulenti finanziari” (in sostituzione di “albo unico dei promotori finanziari”) sottoposto alla vigilanza e alla tenuta del relativo Organismo¹⁸.

L’attività di consulenza sui servizi finanziari, dunque, oggi può essere esercitata da varie e diverse figure professionali: il (già) promotore¹⁹, oggi consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede, il consulente finanziario autonomo e il dipendente di un intermediario autorizzato alla consulenza che non è iscritto all’albo unico dei consulenti finanziari.

Da quanto appena cennato risulta che le concrete modalità operative del medesimo servizio di consulenza e le relative norme di comportamento dei soggetti abilitati si ricavano, attualmente, oltre che dal TUF, dai due citati regolamenti Consob, e cioè quello relativo agli intermediari e quello relativo ai consulenti.

Ai sensi delle nuove norme, nonostante l’istituzione dell’Albo unico dei consulenti finanziari, la disciplina dell’attività di consulenza si presenta composita, variegata e mutevole, in ragione del diverso soggetto professionale che, volta per volta, presta il

¹⁸L’Organismo di vigilanza e tenuta dell’Albo unico (attualmente denominato) dei consulenti finanziari (OCF), come noto, nasce nel 2007 come associazione senza scopo di lucro, dotata di personalità giuridica, competente *ex lege* in via esclusiva ed autonoma alla funzione pubblica di tenuta dell’Albo unico dei consulenti finanziari articolato in Sezioni territoriali ed allo svolgimento dei compiti connessi e strumentali alla gestione dell’Albo stesso. L’Organismo, precedentemente denominato «Organismo per la tenuta dell’Albo dei promotori finanziari», ha assunto la nuova denominazione in osservanza delle disposizioni previste dalla legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità 2016).

¹⁹Sulla disciplina previgente cfr., *ex multis*, PARRELLA, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in Gabrielli - Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, cit., tomo II, pp. 1021-1059; nonché CAROZZI – SCHIAVELLI, *Il contratto di “collocamento” fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento*, id., pp. 1157-1212; e RENZULLI, *L’Offerta fuori sede: assetti istituzioni e di controllo*, id., pp. 1215-1258.

relativo servizio²⁰. Ciò determina, in alcuni casi, una certa difficoltà di reperire e interpretare sistematicamente le norme di comportamento poste a carico dei predetti soggetti per la tutela degli interessi degli investitori, prima, e per la stabilità del mercato, poi²¹.

Ed infatti, come noto, l'esercizio professionale nei confronti del pubblico dei servizi e delle attività di investimento è riservato per legge, ex art. 18 TUF, alle imprese di investimento e alle banche, che possono altresì svolgerlo attraverso i consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, operanti in qualità di dipendenti, agenti o mandatari (ex art. 31 TUF)²².

La riserva di attività, ai sensi del successivo art. 18 *bis*, non pregiudica però la possibilità per le persone fisiche di prestare in via autonoma l'attività di consulenza in materia di investimenti, purché in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali, secondo quanto stabilito anche in via regolamentare dalla Consob.

²⁰Dovrebbero poi distinguersi almeno tre diversi tipi di consulenza: la consulenza principe, ovvero quella specifica che si caratterizza per la ricorrenza dei due elementi: soggettivo ed oggettivo (l'essere una raccomandazione personalizzata e l'aver ad oggetto uno strumento finanziario); la consulenza generica (destinata ad una singola persona ma non avente ad oggetto uno specifico strumento), e la raccomandazione generale (il servizio accessorio di ricerca e analisi o altre forme di raccomandazione rivolto ad un pubblico indistinto). A dette categorie deve poi aggiungersi la consulenza degli agenti collegati la quale è circoscritta ai prodotti e strumenti finanziari collocati. Cfr. TEDESCHI, *MiFID. La consulenza finanziaria e l'ambito di applicazione ai promotori finanziari*, in www.diritto bancario.it, 2008, consultabile all'indirizzo Internet "<http://www.diritto bancario.it/rivista/promotori-finanziari/mifid-consulenza-finanziaria-e-ambito-di-applicazione-ai-promotori-finanziari-riparere-proveritate>".

²¹In dottrina si è notato che la consulenza intesa quale prestazione di consigli e suggerimenti, è attività che si riscontra nella prestazione di qualsiasi servizio finanziario; occorrerebbe, dunque, distinguere la consulenza «strumentale» da quella «autonoma». Cfr. MAGGIOLLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, in *Tratt. dir. civ. comm.* Cicu, Messineo, Mengoni, continuato da Schlensinger, Milano, 2012, pp. 270 e ss.

²²Per servizi e attività di investimento si intendono, ai sensi del comma 5 dell'art. 1 del TUF: la negoziazione per conto proprio; l'esecuzione di ordini per conto dei clienti; la sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente, e la sottoscrizione e/o collocamento senza assunzione a fermo né con assunzione di garanzia; la gestione di portafogli; la ricezione e trasmissione di ordini; la consulenza in materia di investimenti, e la gestione di sistemi multilaterali di negoziazione. Come si può notare, la consulenza finanziaria, prima relegata a servizio accessorio, viene – per effetto del recepimento delle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE – inserita tra i servizi finanziari principali. Si legge nel considerando n. 3 della direttiva 2004/39/CE che: «per via della sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate, è opportuno includere la consulenza in materia di investimenti tra i servizi di investimento che richiedono un'autorizzazione».

Dunque, come anticipato, accanto agli intermediari, che operano tramite i propri dipendenti (iscritti e non iscritti all'albo unico dei consulenti finanziari²³), e ai loro agenti o mandatari, i quali sono abilitati a svolgere tutte le attività e i servizi di investimento, la legge consente a privati professionisti – nonché alle società di consulenza – di svolgere in via autonoma i soli servizi di consulenza finanziaria.

Ne consegue che, tra i soggetti professionali del mercato, debbano ricomprendersi non solo gli intermediari, e dunque – giova ribadirlo – i loro dipendenti e i loro promotori, oggi consulenti abilitati all'offerta fuori sede, ma anche i “semplici” consulenti denominati, a partire dalla legge di stabilità del 2016, “consulenti finanziari autonomi”²⁴.

L'utilizzo del solo termine “consulente” per definire le diverse categorie professionali a cui si è appena fatto riferimento può sembrare riduttivo, in particolare in quanto permangono in capo alle due figure di consulente, autonomo e abilitato all'offerta fuori sede, competenze diverse che, almeno per ciò che riguarda il secondo ‘tipo’ di consulente, non si esauriscono nell'attività di mera consulenza²⁵.

²³I dipendenti di un intermediario possono attualmente essere distinti, nella prospettiva che qui interessa, in due categorie: *a*) il tradizionale dipendente di banca che non è iscritto all'albo OCF e, dunque, opera solo in filiale e non può svolgere l'offerta fuori sede; nonché *b*) il consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, come tale iscritto al predetto albo, legato al proprio intermediario da un rapporto di lavoro dipendente (fattispecie prevista dall'art. 31, TUF, a fianco alle diverse figure dell'agente e del mandatario).

²⁴Sino al 2016 il citato OCF ha svolto la funzione di tenuta dell'Albo unico dei consulenti finanziari limitatamente ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede di cui all'art. 31, comma 2, del TUF. La già richiamata legge di stabilità 2016 (n. 208 del 2015) ha, invece, previsto che d'ora innanzi l'Albo unico dei consulenti finanziari sia suddiviso in tre sezioni: 1) dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede (per l'appunto, art. 31, comma 2, del TUF); 2) dei consulenti autonomi, ovvero «*consulenti fee only*» (art. 18-*bis* del TUF); e 3) delle società di consulenza (art. 18-*ter* del TUF).

²⁵Per consulenza in materia di investimenti si intende, ai sensi dell'art. 1, comma 5-*septies* del TUF, la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta al cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione. La norma recepisce il dettato di cui all'art. 4 della direttiva MiFID di I livello, che indica quali elementi costitutivi del servizio di consulenza in materia di investimenti: la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente specifico, e il fatto che le raccomandazioni abbiano ad oggetto una o più operazioni relative a strumenti finanziari. Gli altri elementi (l'iniziativa del cliente o della società di investimento) sono irrilevanti ai fini della definizione», così TEDESCHI, *op. cit.* Cfr. anche, *ex multis*, GALASSI - RINALDI, *Le best practice del promotore finanziario*, Roma, 2014; e DI MASCIO, *La consulenza finanziaria*, Roma, 2011.

Infatti, mentre i consulenti abilitati all'offerta fuori sede possono esercitare tutti i servizi e le attività di investimento di cui all'art. 1, comma 5, TUF²⁶, e possono procedere alla promozione e al collocamento degli strumenti finanziari, oltre che dei servizi²⁷; i consulenti autonomi e le società di consulenza possono esercitare, tra i vari servizi, esclusi-vamente quello di consulenza e senza detenzione di somme di denaro o di strumenti finanziari di pertinenza del cliente. Tanto si ricava dal tenore letterale dell'art. 18 *bis* e dal combinato disposto degli artt. 31, comma 2, e 30, comma 1, del TUF.

Tuttavia, la riconduzione delle due diverse figure professionali nell'ambito del medesimo unico albo si spiega in ragione della piena valorizzazione – perseguita dal legislatore – della consulenza finanziaria come attività fondamentale nell'attuale assetto fattuale e normativo del mercato. Ed in questa prospettiva la scelta può sostanzialmente essere condivisa, se con essa si è voluto realmente assicurare al cliente che il servizio di consulenza, da chiunque prestato, sia caratterizzato dalla competenza, dalla trasparenza, dalla correttezza e dalla piena responsabilizzazione dei soggetti erogatori.

E' di tutta evidenza, infatti, che solo una consulenza finanziaria prestata sulla base di questi capisaldi può consentire al cliente di assumere scelte negoziali in piena libertà e consapevolezza, giacché – vista la cennata complessità del quadro generale e la continua mutevolezza del contesto normativo e fattuale di riferimento – non basta oggi al cliente, per sentirsi ed essere realmente tutelato dal rischio di cattivi investimenti inconsapevoli, avere una adeguata cultura finanziaria, né avere, al momento

²⁶L'elenco di cui all'art. 1, comma 5, TUF, stante il tenore letterale della norma, deve ritenersi tassativo; tuttavia, ai sensi dell'art. 18, comma 5, il Ministro dell'economia e delle finanze, previo parere della Consob e della Banca d'Italia, può individuare con regolamento nuove categorie di strumenti finanziari, nuovi servizi e attività, e nuovi servizi accessori, al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie.

²⁷Sulla differenza tra promozione e collocamento si veda MAGGIOLLO, *Servizi e attività di investimento. Prestatori e prestazione*, op. cit., p. 307 ss., ove si chiarisce che l'utilizzo della congiunzione "e" tra attività di promozione e attività di collocamento non implica che tali attività debbano necessariamente svolgersi insieme. Infatti, anche dal tenore letterale delle lettere a) e b) dell'art. 30, comma 1, TUF, si evince che l'offerta fuori sede può ben consistere in un'attività di promozione che non si traduca in un collocamento.

della singola scelta di investimento, informazioni corrette e complete, mentre è indispensabile che questi possa contare sulla assistenza costante del consulente di fiducia.

E ciò anche in ragione di un dato, oramai definitivamente emerso nella letteratura scientifica in materia, ma troppe volte trascurato nell'ambito dei discorsi che vengono divulgati dai *mass media* o che si svolgono nelle sedi istituzionali. E ciò quello per cui deve oramai essere abbandonata quella parte di teoria finanziaria classica la quale ipotizza che gli individui siano perfettamente razionali e siano pienamente in grado di utilizzare in modo vantaggioso i set informativi con cui vengono in contatto. La ricerca empirica, infatti, ha dimostrato che gli investitori, in particolare ovviamente i consumatori *retail*, anche quando ricevono informazioni complete, omogenee, comprensibili e corrette, commettono sistematicamente errori, di ragionamento e di preferenze, difficilmente conciliabili con l'assunto di razionalità delle scelte. Gli studi più moderni di psicologia cognitiva in materia hanno, quindi, evidenziato come sia fondamentale che il consumatore di servizi finanziari possa contare su una consulenza altamente professionale che, tra l'altro, lo renda costantemente edotto della sua esposizione al rischio rappresentato dalla sua inevitabile componente di irrazionalità e quindi dalle c.d. trappole comportamentali²⁸.

4. Sulla scorta delle considerazioni sin qui accennate e della evoluzione di settore della normativa europea può senz'altro affermarsi che, con la piena applicazione

²⁸Per un interessante, se pure non recentissimo, studio in materia, v. LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail. Le indicazioni di policy della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza CONSOB, Studi e Ricerche*, n. 66, 2010, disponibile on-line al link "file:///C:/Users/Client%205/Downloads/qdf66%20(1).pdf". Cfr. Anche, tra gli altri, GENTILE - SICILIANO, *Le scelte di portafoglio degli investitori retail e il ruolo dei servizi di consulenza finanziari*, in *Quaderni di Finanza CONSOB, Studi e Ricerche*, n. 64, 2009; RICCIARDI, *Risk: Traditional Finance Versus Behavioral Finance*, in *Handbook of Finance: Volume 3: Valuation, Financial Modeling, And Quantitative Tools*, Franck J. Fabozzi (a cura di), John Wiley & Sons, 2008; WILLIS, *Against Consumer Financial Literacy Education*, in *Iowa Law Review*, 2008, 94 (1); VELD - MERKOULOVA, *The Risk Perception of individual Investors*, in *Journal of Economic Psychology*, 2008, 29, pp. 226-252; e RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

della MiFID 2, l'attività di consulenza è chiamata a rivestire un ruolo sempre più centrale per la funzionalità del mercato e per la tutela dell'investitore, dovendo essa oramai, a ben vedere, essere considerata non soltanto prodromica ma anche essenzialmente connaturata a ciascun tipo di servizio di investimento²⁹.

Tra gli osservatori, alcuni, ragionando in questi termini, hanno salutato l'approvazione della MiFID 2 parlando di vera e propria rivoluzione copernicana nel settore della distribuzione dei servizi e dei prodotti finanziari³⁰.

Altri hanno denunciato l'avvio di un "processo di frantumazione" del servizio di consulenza in materia di investimenti visto che questa si articolerebbe, nell'ambito della MiFID 2, secondo un nuovo assetto a "geometria variabile", volto, nell'ottica del legislatore europeo, ad accrescere la tutela per gli investitori e, al tempo stesso, ad accrescere gli spazi di autonomia e differenziazione degli intermediari che prestano il servizio di consulenza³¹.

Sembra, tuttavia, più plausibile che, soprattutto in Italia, la piena applicazione della MiFID 2 sia destinata a determinare significative novità, ma non anche a sconvolgere gli assetti del mercato di riferimento, e ciò in quanto il legislatore europeo sembra essersi mosso, in qualche modo, in linea con la prassi del mercato italiano, valorizzando il più possibile, nell'interesse del cliente, la trasparenza e l'indipendenza, oltre che il ruolo del consulente, senza, però, imporre cambiamenti radicali nei rapporti tra questi ultimi e gli intermediari o tra intermediari e clienti³².

²⁹Cfr. MAROTTA, *La responsabilità civile e penale degli intermediari finanziari*, Torino, 2010, p. 45.

³⁰Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2015,1, I, 23.

³¹Così CIVALE, *Consulenza e MiFID 2: il nuovo assetto a geometria variabile*, in *Dirittobancario.it*, consultabile on-line al link www.dirittobancario.it/approfondimenti/servizi-bancari-e-finanziari/consulenza-e-mifid-2-il-nuovo-assetto-geometria-variabile.

³² Particolarmente ampia è la letteratura in argomento. Cfr., *ex ceteris*, tra i primi lavori in materia, P. GAGGERO, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, in F. Capriglione (a cura di), *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, 365; nonché, più di recente, CARRIERE - BASCELLI, *Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari: le nuove regole di Banca d'Italia*, in *Contratti*, 2009, 237. Circa le conseguenze che sugli assetti organizzativi degli intermediari ha avuto in Italia la normativa in materia di trasparenza già prima della MiFID 2, v. tra gli altri DELL'ATTI - SYLOS LABINI (a cura di), *La trasparenza informativa. L'impatto delle nuove regole su banche, mercato e clienti*, Milano, 2014.

Più nel dettaglio, la MiFID 2, per quanto qui interessa, in particolare e tra l'altro:

- 1) impone più vasti e penetranti obblighi informativi in capo all'intermediario;
- 2) distingue nettamente tra servizi di investimento a valore aggiunto (consulenza e gestione individuale del portafoglio) e servizi "esecutivi" (collocamento, ricezione e trasmissione di ordini) svolti dagli intermediari;
- 3) prevede (art. 29 MiFID 2) che questi ultimi possano nominare agenti collegati che, oltre a promuovere i servizi tradizionali, prestano il servizio di consulenza (che già dalla MiFID 1 era stato elevato a servizio di investimento riservato e soggetto ad autorizzazione³³);

ed inoltre

- 4) introduce il nuovo concetto di consulenza su base indipendente, che si differenzia dalla consulenza su base non indipendente (art. 24 MiFID 2).

Per tanto, il (già) promotore finanziario vede rafforzato adesso, con la MiFID 2, il suo ruolo di consulente a pieno titolo in qualità di soggetto che svolge attività di consulenza riservata e soggetta ad autorizzazione.

Le imprese di investimento, dal canto loro, sono chiamate a specificare ai clienti, tra l'altro, se la consulenza è prestata su base indipendente o non indipendente, se la consulenza è basata su un'analisi del mercato ampia o più ristretta circa le varie tipologie di strumenti finanziari, e se l'impresa fornirà ai clienti la valutazione

³³A seguito del recepimento della MiFID 1 nel TUF la consulenza in materia di investimenti è stata per la prima volta definita da una norma di rango primario (art. 1, comma 5-*septies*, del d.lgs. 58/1998) ed è stata fatta rientrare a tutti gli effetti tra i servizi finanziari che costituiscono attività riservata (ai sensi dell'art. 1, comma 5, lett. f) e dell'art. 18, comma 1, del medesimo decreto legislativo). In ragione di ciò, la dottrina più attenta ha parlato di «doppio salto rispetto alla situazione normativa (nazionale e comunitaria) immediatamente previgente, ove la consulenza – figurando solo tra i servizi accessori (art. 1, comma 6, lett. f, TUF versione previgente) – era, invece, un'attività "libera", per altro priva di una puntuale definizione legislativa» ed ha sottolineato come «la ragione di tale salto è nel milieu comunitario, individuata nella necessità di innalzare la tutela degli investitori: data la loro "sempre maggiore dipendenza (...) dalle raccomandazioni personalizzate" e dato che negli ultimi anni è assai cresciuto il numero dei soggetti "che operano nei mercati finanziari e l'ampia gamma di servizi e strumenti che viene loro offerta è diventata ancora più complessa (così rispettivamente il 2° e 3° considerando della direttiva MiFID di "livello 1")» (così SCIARRONE ALIBRANDI, *La "consulenza in materia di investimenti": profili di novità della fattispecie*, in L. Frediani - V. Santoro, *L'attuazione della direttiva MiFID*, Milano, 2009, pp. 73-97, in part. p. 74.

periodica dell'adeguatezza degli strumenti finanziari raccomandati.

Dal 2018, dunque, opereranno sul mercato europeo, con tutta probabilità, intermediari che si presenteranno alla clientela come consulenti indipendenti accanto ad intermediari che non formuleranno tale precisazione in quanto opereranno in regime di non indipendenza. Va da sé che gli uni e gli altri dovranno rispettare tutte le norme in materia di erogazione del servizio di consulenza, sopra richiamate, ed in particolare quelle relative alla trasparenza, alla correttezza e alla professionalità del servizio reso al cliente.

Inoltre, ci saranno intermediari – e saranno presumibilmente la grande maggioranza – che si presenteranno come consulenti ibridi, in quanto organizzati per prestare sia consulenza su base indipendente che consulenza su base non indipendente. Su questi ultimi graveranno specifici obblighi informativi ed inoltre rispetto ad essi opereranno specifici requisiti organizzativi e di controllo perché non vi siano rischi di confusione in capo al cliente circa il tipo di servizio di consulenza che, di volta in volta, gli verrà offerto o al quale decide di accedere³⁴.

Al di là di queste nuove qualificazioni, va comunque notato che alla base del servizio di consulenza resta quel fondamentale presidio di tutela dell'investitore che è rappresentato dalle valutazioni di appropriatezza e di adeguatezza³⁵. Ed anzi il cuore

³⁴A questo riguardo, val la pena evidenziare che l'art. 53, comma 3, del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016, che integra la MiFID 2 “per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva”, stabilisce che l'impresa di investimento che offre consulenza in materia di investimenti sia su base indipendente che su base non indipendente deve ottemperare a tre obblighi: a) in tempo utile prima della prestazione dei servizi comunica ai clienti, su supporto durevole, se la consulenza è su base indipendente o non indipendente e le relative misure di esecuzione; b) si presenta come indipendente solo in relazione ai servizi per i quali fornisce consulenza in materia di investimenti su base indipendente; c) predispone adeguati requisiti organizzativi e controlli per assicurare che i due tipi di servizi di consulenza e di consulenti siano chiaramente distinti l'uno dall'altro, di modo che i clienti non rischiano di incorrere in confusione [...ed inoltre] non consente ad una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente. Su quest'ultimo punto, v. i paragrafi 6 e 7 che seguono.

³⁵In proposito, *ex multis*, cfr. SANTOCCHI, *Le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza nei rapporti contrattuali fra intermediario e cliente*, in Gabrielli - Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, II ed., Milanofiori Assago, 2011, pp. 281-311, in *Trattato dei Contratti*, diretto da P. Rescigno e Enrico Gabrielli; SANGIOVANNI, *Informazione sull'adeguatezza dell'informazione finanziaria e dovere di astenersi*, in *Corr. giur.*, 2009, 1257 e ss.; ID., *Operazioni inadeguate e doveri*

della MiFID 2 – come dimostra anche la nuova disciplina delle remunerazioni e degli incentivi (su cui v. *infra*) – sembra proprio consistere nella esigenza di elevare ulteriormente la qualità del servizio di consulenza offerto e reso a favore del cliente, tra l'altro assicurando la migliore valutazione possibile dell'esperienza, della conoscenza e, in definitiva, della consapevolezza di quest'ultimo (c.d. verifica di appropriatezza), oltre che la migliore valutazione circa la corrispondenza degli obiettivi di investimento del cliente all'operazione proposta e alla capacità di questo di sopportare il rischio insito in tale operazione (c.d. verifica di adeguatezza³⁶).

Tali valutazioni si basano, anzitutto, sulla raccolta di una serie di informazioni che riguardano il cliente: le sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo al tipo di specifico di prodotto o servizio; la sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere eventuali perdite; i suoi obiettivi di investimento, inclusa la tolleranza al rischio.

L'obiettivo della valutazione di adeguatezza è raccomandare all'investitore servizi e strumenti finanziari corrispondenti al suo profilo. A tal riguardo, rispetto alla MiFID I, la MiFID II richiede di porre un'attenzione specifica agli elementi legati alla tolleranza al rischio e alla capacità dell'investitore di sostenere eventuali perdite. Circonstanze queste che il consulente è chiamato ad indagare in ragione del rapporto di particolare reciproca fiducia e di professionale confidenza che egli instaura con il cliente.

informativi dell'intermediario finanziario, in *Giur. comm.*, 2009, II, 557 e ss.; GRECO, *Intermediazione finanziaria: rimedi di adeguatezza in concreto*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 2556 e ss.; F. Sartori, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, 25 e ss.; e SANGIOVANNI, *Inadeguatezza della operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 e ss.

³⁶Per gli opportuni approfondimenti, considerata la complessità delle questioni, cfr. le “Linee Guida ABI per l'applicazione degli Orientamenti ESAM concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID” pubblicate il 5 marzo 2014 e disponibili on-line all'indirizzo “https://www.abi.it/DOC_Mercati/Finanza/Servizi-di-investimento/Linee_Guida_ABI_Orientamenti_ESMA_adequatezza_5marzo2014.pdf”, nonché le Linee Guida Assogestioni circa “*Gli obblighi di valutazione di adeguatezza e appropriatezza delle SGR*”, pubblicate e disponibili on-line all'indirizzo “[file:///C:/Users/Client%205/Downloads/intermediarilivello_3_assogestioni_osservazioni_allegato%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/Client%205/Downloads/intermediarilivello_3_assogestioni_osservazioni_allegato%20(2).pdf)”.

5. Come si è appena accennato, la MiFID 2 non impone all'intermediario di scegliere di svolgere un solo tipo di consulenza, né gli impone di svolgere comunque la consulenza su base indipendente.

Come è stato opportunamente notato, infatti, la MiFID 2 non introduce distinti servizi di consulenza in materia di investimenti, quanto piuttosto disciplina diverse modalità o livelli di servizio in tema di consulenza. “Non si tratta, dunque, di comparti a tenuta stagna, bensì di caratteristiche del servizio di consulenza che potranno essere modulate e combinate a seconda delle scelte dell'intermediario e delle richieste del cliente”³⁷.

A conferma di ciò giova notare che la MiFID 2 non fornisce una definizione di consulenza indipendente, limitandosi a dare indicazioni su come, sotto il profilo relazionale, la consulenza debba svolgersi per potersi considerare su base indipendente. Ciò rafforza l'idea che l'attività di consulenza rimane unica e unitaria, sebbene essa possa essere svolta, dagli intermediari ed anche (come visto) dal medesimo intermediario, in modo diverso a seconda del *target* di cliente con cui ci si relaziona o con le esigenze di quel momento del cliente stesso.

E dunque, perché la consulenza possa dirsi svolta “su base indipendente” necessitano, secondo la più recente citata normativa europea, due condizioni, come detto, di carattere relazionale:

- a) l'intermediario (e dunque il consulente) deve *“valutare una congrua gamma di strumenti finanziari [...] sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti [...] e non devono essere limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti: i) dall'impresa di investimento stessa o da entità che hanno con essa stretti legami o ii) da altre entità che hanno con l'impresa di investimenti stretti legami o rapporti legalo o economici [...] da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata”* (art. 24, pa-

³⁷Così CIVALE, *op. cit.*

ragrafo 7, lettera a), MiFID 2)³⁸;

- b) non devono essere previsti, né ovviamente, corrisposti o trattenuti, incentivi, salvi i c.d. *minor non monetary benefits* (art. 24, paragrafo 7, lettera b), MiFID 2)³⁹.

A proposito della condizione *sub a)*, riferita alla valutazione di “*congrua gamma di strumenti finanziari*”, è in questa sede appena il caso di precisare che, secondo l’ESMA, vi sarebbe consulenza su base indipendente solo se l’intermediario ha definito un adeguato processo di selezione che consenta di valutare e comparare un *range* idoneo di strumenti finanziari, nell’ambito del quale processo dovranno essere rispettati una serie di quesiti puntualmente individuati dall’ente medesimo⁴⁰.

6. Chiarito che l’impresa di investimento può svolgere consulenza sia solo su base indipendente che solo su base non indipendente, ovvero su base sia indipendente che non indipendente, occorre adesso comprendere se il singolo consulente che operi come dipendente di una certa impresa, che offre entrambe le tipologie del servizio di consulenza (c.d. soluzione ibrida), ovvero come agente o mandatario della stessa, sia, o meno, tenuto a svolgere solo una delle due tipologie di consulenza.

Ebbene, a riguardo deve subito osservarsi che l’art. 53 del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016 – che integra la MiFID 2 “*per*

³⁸Gli “*stretti legami*” a cui si riferisce l’art. 24, paragrafo 7, della Direttiva in parola, sono definiti dall’art. 4, paragrafo 1, numero 35 della medesima.

³⁹All’Art. 24, paragrafo 7, della Direttiva MiFID 2 (sul quale v. l’ultimo paragrafo di questo scritto), tra l’altro si legge che: “Quando l’impresa di investimento informa il cliente che la consulenza in materia di investimenti è fornita su base indipendente, essa: [...] b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti. Occorre comunicare chiaramente i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti; tali benefici sono esclusi dalla presente disposizione”.

⁴⁰Così ESMA, *Final Report, Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR* – ESMA/2014/1569, pag. 147. Sul processo di valutazione, da parte degli intermediari, della “*congrua gamma di strumenti finanziari*” e sulla conseguente selezione tra i medesimi di quelli da offrire ai clienti, cfr. anche l’art. 53 del Regolamento delegato della Commissione Europea del 25 aprile 2016, che integra la MiFID 2 “*per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell’attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva*”.

quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini della direttiva" – stabilisce che l'impresa che offre consulenza sia su base indipendente che non indipendente, tra l'altro, *"non consente a una persona fisica di fornire consulenza sia indipendente che non indipendente"*.

La previsione normativa in parola non riproduce un'analogia previsione contenuta in altre disposizioni, ed in particolare un principio espresso dalla direttiva MiFID 2 (madre).

Si tratta, dunque, di una vera e propria novità.

Che per altro mal si concilia con il considerando 72 del medesimo Regolamento, il quale avverte che *"consentire allo stesso consulente di fornire consulenze sia indipendenti sia non indipendenti potrebbe generare confusione nel cliente"* ed al riguardo afferma condivisibilmente che *"al fine di assicurare che i clienti comprendano la natura e la base della consulenza in materia di investimenti fornita, è opportuno stabilire determinati requisiti organizzativi"*. La qual cosa sembra significare che l'erogazione del servizio di consulenza sia su base indipendente che non indipendente dovrebbe essere consentita, se svolta nel rispetto di alcuni requisiti organizzativi.

Il condizionale è d'obbligo visto che l'interpretazione della norma risulta, per l'appunto, condizionata dal fatto che il testo ufficiale del Regolamento, in riferimento allo "stesso consulente" che può svolgere entrambe le tipologie di consulenza, utilizza in lingua inglese la parola *"advisor"*, che però il legislatore non definisce, sicché non si comprende con certezza se il considerando si riferisca alle *"investment firm"* o ai *"singol advisors"*, o ad entrambe le figure.

In ogni caso ed a prescindere da ogni pur legittima perplessità derivante dal contrasto (almeno apparente) tra i richiamati considerando 72 e art. 53, va qui sottolineato che la Commissione Europea, con il Regolamento integrativo in questione ha introdotto – per l'appunto nel citato art. 53 – un principio di rilevante impatto sul mercato.

Esso, infatti, conviene precisarlo: impedisce espressamente allo stesso consulente, e cioè alla stessa persona fisica che svolge attività di consulenza, di operare sia su base indipendente che su base non indipendente, così obbligando i consulenti finanziari a scegliere (laddove siano in condizioni di farlo, o altrimenti a subire l'altrui scelta) la tipologia di consulenza da svolgere.

7. L'importante novità appena segnalata appare contraddittoria non solo già rispetto al citato considerando n. 72 del Regolamento, (laddove, come visto, questo prevede espressamente la possibilità che il consulente possa svolgere entrambe le tipologie di consulenza, se pure in stretta osservanza di determinati requisiti organizzativi) bensì anche rispetto al complessivo assetto disciplinare risultante dalla lettura della direttiva (madre) MiFID 2 e dai relativi provvedimenti integrativi.

Ed infatti, la piena valorizzazione, a favore dei clienti, degli obblighi informativi e delle verifiche di adeguatezza in capo alle imprese di investimento e ai consulenti finanziari, nonché più in generale l'implementazione dei livelli qualitativi del servizio di consulenza, e la stessa previsione della possibilità per un'unica impresa di investimento di svolgere entrambe le tipologie di consulenza (c.d. sistema ibrido) solo rispettando pregnanti requisiti organizzativi, dovrebbero risultare, se intesi come presidi seri a tutela della consapevolezza del cliente, già sufficienti a tutelare quest'ultimo dal rischio di confondere la consulenza prestata su base indipendente da quella prestata su base non indipendente.

In definitiva, dunque, impedire alla stessa persona fisica di svolgere entrambe le tipologie di consulenza sembra costituire un elemento aggiuntivo, rispetto all'assetto definito dalla direttiva (madre) MiFID 2, che non si giustifica nell'ottica della maggior tutela del cliente.

Salvo volere, al contrario, pensare che quest'ultimo non sia effettivamente tutelato dall'articolato impianto normativo che sarà in vigore dal 2018, e dunque, perché egli non cada in confusione circa la tipologia di consulenza che gli viene offerta o

resa, ha bisogno che muti il volto (o comunque l'identità anagrafica) del consulente con cui si relaziona.

Se davvero quest'ultima è la preoccupazione alla quale ha voluto far fronte la Commissione europea quando ha previsto, al citato art. 53 del Regolamento, il divieto per la stessa persona fisica di svolgere le due tipologie di consulenza, allora vien fatto di credere che ci sia effettivamente da preoccuparsi (e non poco) per l'(in)efficacia dell'intero impianto normativo in parola.

In altri termini, se il cliente è talmente poco informato e consapevole, malgrado le MiFID 1 e 2, da aver bisogno che cambi il consulente con cui si relaziona, per percepire che sta usufruendo di consulenza su base indipendente piuttosto che non indipendente, allora bisogna chiedersi quale consapevolezza possa mai avere il cliente circa i contenuti della consulenza, e dunque i prodotti, le condizioni negoziali, le finalità dell'investimento ecc.

Senza considerare che la inevitabile limitazione nello svolgimento dell'attività del consulente finanziario che deriva da questa impostazione riduce *in nuce* per questi la possibilità di svolgere la sua professione per come autorizzata e riservata.

Il che appare anche potenzialmente in contrasto con il principio di libera prestazione dell'attività professionale o imprenditoriale e rischia, altresì, di determinare una competizione non virtuosa tra consulenti che operano esclusivamente su base indipendente e consulenti che operano esclusivamente su base non indipendente. Circostanza quest'ultima che risulta di particolare importanza se solo si osserva che la stessa direttiva (madre) MiFID 2, al paragrafo 12 dell'art. 24, stabilisce che "requisiti aggiuntivi rispetto a quanto disposto" nel medesimo articolo, a carico delle imprese di investimento, possono essere introdotti dagli Stati membri solo "in casi eccezionali" e solo se "obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte a rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato".

Vero è che tale limitazione all’inserimento di “requisiti aggiuntivi” risulta espressamente rivolta solo agli Stati membri e non anche alle Istituzioni europee (né, del resto, sarebbe stato possibile il contrario); la qual cosa si spiega con l’esigenza di assicurare un recepimento della Direttiva il più possibile armonico da parte dei diversi Paesi della U.E. Tuttavia, dalla formulazione della disposizione in parola sembra ricavarsi la consapevolezza del legislatore della Direttiva madre circa le potenziali criticità derivanti in ogni caso dall’imposizione di “requisiti aggiuntivi” in capo alle imprese di investimento, e dunque a prescindere dal fatto che tale imposizione derivi da una fonte nazionale o europea, e ciò perché, come accennato, tali requisiti rischiano di tradursi in una sostanziale restrizione della libertà di esercizio dell’attività economica in capo agli operatori del settore nonché in un restringimento della concorrenza sui mercati.

Dunque, anche sotto tal ultimo profilo la legittimità della limitazione organizzativa in esame, imposta alle imprese di investimento dal Regolamento integrativo, appare dubbia.

Per altro, se realmente il legislatore europeo avesse voluto, tramite la previsione dell’art. 53 del Regolamento, tutelare il cliente dal rischio di confusione, avrebbe potuto più semplicemente prevedere il divieto per lo stesso consulente di prestare le due tipologie di consulenza nei confronti del medesimo cliente, e non prevedere, come invece è avvenuto, che quest’ultimo possa ricevere dalla stessa impresa di investimento le due tipologie di consulenza, ma solo se si interfaccia con due diversi consulenti, e cioè due persone fisiche, ognuna delle quali eroga non solo a quel cliente, ma a tutti i clienti con cui lavora, una sola tipologia di consulenza.

In definitiva, dunque, il divieto in parola (anche a prescindere dalle pur assai rilevanti conseguenze di carattere industriale, e cioè organizzativo-aziendale, che potrebbe avere, e dunque) ragionando in termini squisitamente giuridici, appare, sotto molteplici profili, illogico, esorbitante rispetto alla delega di cui alla direttiva madre MiFID 2, e in pieno contrasto con lo spirito della normativa in esame, che invece,

come sopra cennato, risulta tutta incentrata sulla massima valorizzazione del consulente finanziario quale professionista che deve conoscere il cliente, entrare in rapporto di reciproca fiducia con lo stesso e seguirlo costantemente, in modo competente, trasparente e, più in generale, pienamente corretto⁴¹.

Sul piano metagiuridico va, inoltre, sottolineato il rischio che si crei nella clientela *retail* la errata convinzione che i consulenti che prestano consulenza su base indipendente offrano competenze e conoscenze maggiori rispetto agli altri, ovvero che la consulenza svolta su base non indipendente assicuri minore qualità e in sostanza abbia minore valore aggiunto.

Ciò potrebbe, in definitiva, anche comportare l'emersione di un'ingiustificata disponibilità, da parte dei clienti che scelgono la consulenza su base indipendente, a sostenere costi del servizio più alti in ragione della falsa idea di essere meno esposti a rischi.

Il che appare in netto contrasto con lo spirito delle recenti norme europee che, invece, come già segnalato, pretendono da qualsiasi consulente il livello più alto pos-

⁴¹E' appena il caso qui di ricordare che in Italia la disciplina relativa ai doveri di comportamento dei consulenti finanziari si ricava principalmente dal regolamento Consob (di attuazione degli articoli 18 *bis* e *ter* del TUF) adottato con la delibera n. 17130 del 12 gennaio 2010 (e successivamente aggiornato, da ultimo con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016) per quanto riguarda i consulenti autonomi e le società di consulenza, e dal regolamento Consob (intitolato "Regolamento Intermediari") adottato con la delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (e successivamente aggiornato, da ultimo, con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016), in particolare agli artt. 107-109, per quanto riguarda i consulenti abilitati all'offerta fuori sede.

Più in generale, sugli obblighi di comportamento, nei confronti dei clienti-consumatori, che gravano sui professionisti del mercato bancario e finanziario, cfr., *ex multis*, DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013; PAGLIANTINI, voce *Trasparenza contrattuale*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, p. 1280 ss.; DE POLI, *La contrattazione bancaria tra tutela della liquidità e obblighi di trasparenza*, Padova, 2012; MINERVINI, *La trasparenza contrattuale*, in *Contratti*, 2011, XI, p. 977 ss.; CAPOBIANCO - LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contr. impr.*, 2011, p. 1142 ss.; V. PICCINI, *La trasparenza nella distribuzione di strumenti finanziari derivati ed il problema dell'efficacia delle regole informative*, in *Contr. impr.*, 2010, 499 e ss.; ID., *Le regole generali di comportamento degli intermediari autorizzati. I principi di lealtà, buona fede e correttezza nella gestione del risparmio*, in Ambrosini e P.G. Demarchi (a cura di), *Banche, consumatori e tutela del risparmio. Servizi di investimento, market abuse e rapporti bancari*, Milano, 2009, pp. 97-123; e LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle Nuove istituzioni di Banca d'Italia)* in *Contr. impr.*, 2009, p. 1244 e ss.

sibile di professionalità, competenza e correttezza⁴², ed obbligano le imprese di investimento, da un lato, a “garantire e dimostrare” che le persone fisiche dalle stesse demandate a fornire consulenza siano in possesso delle “conoscenze e competenze necessarie” (Art. 25, comma 1, MiFID 2), dall’altro ad anticipare la tutela del consumatore al momento della c.d. *product governance*⁴³.

Con l’ulteriore conseguenza che potrebbe determinarsi nella prassi la scelta, in particolare da parte delle imprese di investimento che erogheranno entrambe le tipologie di consulenza, di applicare prezzi più alti alla consulenza su base indipendente. Il che, chiaramente, si tradurrebbe nella cristallizzazione di un servizio di consulenza di “serie A”, per l’appunto quello erogato su base indipendente, accessibile solo per i consumatori più abbienti, o comunque più disposti a spendere somme più elevate per la consulenza finanziaria, e di un servizio di consulenza di “serie B” accessibile a tutti gli altri.

Senza considerare che, con tutta probabilità, i consulenti finanziari più esperti e più “forti” (in ragione dell’importanza del portafoglio clienti al quale prestano i propri servizi) , vuoi per ragioni di immagine, vuoi per ragioni economiche, potendolo fare opereranno per la consulenza su base indipendente, lasciando i consulenti meno esperti, o comunque meno forti nel senso suddetto, ad operare nella consulenza su base non indipendente.

⁴²Non a caso, l’art. 24 della MiFID 2, al paragrafo 2, torna a prescrivere l’obbligo generale per gli intermediari di “agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interesse dei loro clienti”, e al paragrafo 3 enuncia i principi cardine delle informazioni da dare al cliente, che devono essere “corrette, chiare e non fuorvianti” e il cui contenuto viene specificato nei paragrafi successivi. Sempre in questa direzione, del resto, si è mossa anche l’ESMA, tra l’altro, con le “*Guidelines on cross-selling practices*”, del dicembre 2015, e con lo *Statement* del giugno 2016 recante “*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*” (ESMA/2016/902).

⁴³La nuova disciplina in tema di c.d. *product governance* anticipa la tutela del cliente dalla fase pre-contrattuale (in cui operano le informazioni) alla fase della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione. Essa, infatti, prevede che le imprese di investimento non siano chiamate solo a comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, al fine di poter servire al meglio gli interessi del cliente, ma anche a “strutturare” i prodotti concepéndoli specificatamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercato di riferimento, nei quali dovranno, poi, essere distribuiti. Esattamente n questi termini si esprime il Documento tecnico di Audizione Consob, 22 novembre 2016, relativo alla “*Indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo*”, in particolare a pag. 10.

Ed inoltre senza considerare che le piccole imprese di investimento avranno non pochi problemi ad organizzare una doppia rete di consulenti per erogare con alcuni la consulenza indipendente e con altri la consulenza su base non indipendente. Con ogni conseguente effetto in termini di restringimento della concorrenza sul mercato.

E' appena il caso di aggiungere a riguardo che l'ANASF nel giugno del 2016 ha inviato alla "Commissione per i problemi economici e monetari (ECON) del Parlamento europeo" una propria memoria in cui ha evidenziato perplessità in linea con quelle appena qui esposte circa il divieto per lo stesso consulente, persona fisica, di prestare l'una e l'altra tipologia di consulenza finanziaria. Anche la *Financial Conduct Authority* inglese sembra aver manifestato velate perplessità a riguardo nel settembre scorso⁴⁴.

8. Un ultimo aspetto dell'attività del consulente finanziario su cui incide in modo innovativo la MiFID 2, e sul quale ai nostri fini val la pena soffermarsi, è quello concernente le novità normative in materia di remunerazioni e incentivi per imprese di investimento e consulenti finanziari⁴⁵.

Ai sensi della nuova normativa – ed in particolare dell'art. 24, paragrafo 9 della direttiva MiFID 2 – le imprese di investimento, per evitare conflitti di interesse, non devono pagare o percepire onorari o commissioni, o anche fornire o ricevere benefici non monetari, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o di un servizio accessorio a/o da parte di qualsiasi soggetto diverso dal cliente o da una persona operante per suo conto, a meno che i pagamenti o i benefici:

- a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente;
- b) non pregiudichino il rispetto del dovere dell'impresa di investimento di agire in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse del cliente.

⁴⁴Cfr. il Consultation Paper III, CP 16/29, intitolato *Markets in Financial Instruments Directive II Implementation*, pag. 61.

⁴⁵Sul punto, per una primissima lettura, cfr. SCOLARI, *Verso la MiFID 2: la legittimità degli incentivi nei servizi di investimento*, in *Bancaria*, 6, 2015, 54.

Inoltre, l'esistenza, la natura e l'importo dei pagamenti o dei benefici appena citati – o, qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo – devono essere comunicati chiaramente al cliente, in modo completo, accurato e comprensibile, prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio.

Per le imprese che forniscono il servizio di consulenza su base indipendente (art. 24, paragrafo 7, lettera b, della MiFID 2), così come per quelle che forniscono il servizio di gestione del portafoglio (art. 24, paragrafo 8, della MiFID 2), è altresì previsto che queste non possano accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

Tuttavia, per la consulenza su base indipendente e per la gestione di portafogli i paragrafi 7 e 8 dell'art. 24 della MiFID 2 fanno salvi i "benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto ai clienti e che, per la loro portata e natura, non possono essere considerati tali da pregiudicare il rispetto da parte delle imprese di investimento del dovere di agire nel migliore interesse dei clienti". L'eventuale esistenza di tali benefici deve essere comunicata chiaramente ai clienti.

Infine, lo stesso art. 24 in parola, al paragrafo 10, stabilisce che l'impresa di investimento che fornisce servizi di investimento ai clienti deve evitare di remunerare o valutare le prestazioni del proprio personale secondo modalità incompatibili con il suo dovere di agire nel migliore interesse dei clienti, e in particolare non deve adottare "disposizioni in materia di remunerazione, target di vendita o d'altro tipo che potrebbero incentivare il personale a raccomandare ai clienti al dettaglio un particolare strumento finanziario, se l'impresa di investimento può offrire uno strumento differente, più adatto alle esigenze del cliente".

I principi introdotti dalla direttiva (madre) MiFID 2 sono stati ulteriormente disciplinati dal Capo IV della direttiva delegata della Commissione del 7 aprile 2016 "che

integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari”.

In particolare, l’art. 11 della direttiva del 2016 riguarda in generale gli incentivi e spiega che “onorari, commissioni o benefici non monetari sono concepiti per migliorare la qualità del servizio prestato al cliente” e, dunque, sono ammissibili ai sensi del citato paragrafo 9 dell’art. 24 della direttiva madre, in presenza delle seguenti tre condizioni:

- a) sono giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il relativo cliente, proporzionale al livello di incentivi ricevuti [...]
- b) non offrono vantaggi diretti all’impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza beneficio tangibile per il cliente interessato;
- c) sono giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per il cliente interessato in relazione a un incentivo continuativo.

Dunque, fondamentalmente il legislatore europeo consente l’erogazione, a favore delle imprese ed eventualmente da queste ai consulenti, di onorari, commissioni o benefici non monetari, ma solo in presenza di una consulenza arricchita da servizi aggiuntivi o di livello superiore per il cliente.

Per altro, il successivo art. 12, della stessa Direttiva delegata del 2016, nel disciplinare gli “incentivi per consulenza in materia di investimenti su base indipendente o di servizi di gestione del portafoglio”, stabilisce, al suo paragrafo 1, che le imprese che forniscono consulenza su base indipendente o servizi di gestione del portafoglio devono restituire *in toto* al cliente eventuali onorari, commissioni o benefici monetari pagati o forniti da terzi o da un soggetto che agisce per conto di terzi, in relazione ai servizi prestati a tale cliente, non appena sia ragionevolmente possibile subito dopo il ricevimento degli stessi da parte dell’impresa medesima.

Lo stesso paragrafo 1 prevede, inoltre, che il trasferimento in restituzione av-

venga a favore di ogni singolo cliente e che le imprese di investimento informino i clienti su tutto quanto ad essi trasferito attraverso relazioni informative periodiche.

Infine, i paragrafi 2 e 3 chiariscono quali benefici non monetari minori le imprese in questione possono accettare, sempre che siano “ragionevoli e proporzionati e di portata tale da non essere in grado di incidere sul comportamento dell’impresa di investimento in alcun modo che sia pregiudizievole per gli interessi del cliente interessato”.

Da quanto sin qui rapidamente evidenziato può ricavarsi, in estrema sintesi che, con la piena entrata in vigore della MiFID 2, dal 2018, vi sarà un’evoluzione dei meccanismi di remunerazione nel mercato per cui il consulente finanziario – a meno che, svolgendo consulenza su base non indipendente, non fornisca un “servizio aggiuntivo o di livello superiore” per il cliente – non potrà più accedere ad un sistema di pagamenti basato sulla logica delle retrocessioni erogate dalle società prodotto per il tramite dell’intermediario (giacché tali erogazioni, ai sensi dell’art. 24, paragrafo 9, della Direttiva madre, non sono più possibili salvo che, per l’appunto, esse abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio offerto al cliente), e sarà dunque remunerato esclusivamente sulla logica della “parcella” pagata direttamente dal cliente e con totale trasparenza dei costi del servizio.

La novità, come evidente, conferma una volta ancora l’importanza che il legislatore europeo attribuisce all’innalzamento del livello di qualità della consulenza finanziaria erogata a favore del cliente. Innalzamento che, per l’appunto, viene incentivato anche attraverso la nuova disciplina del sistema dei pagamenti dei consulenti.

A tenore di tale nuova disciplina, infatti, giova ribadirlo, soltanto l’impresa che eroga il servizio di consulenza su base non indipendente potrà continuare a ricevere, trattenere e trasferire ai propri consulenti, onorari, commissioni o benefici non monetari, e ciò solo se essa fornisce ai clienti, con la consulenza, un “servizio aggiuntivo o di livello superiore”. Questo, ovviamente, significa, per conseguenza, che solo in tal caso i consulenti finanziari potranno continuare a beneficiare del sistema di remunerazione

basato sulle retrocessioni erogate dalle società prodotto per il tramite dell'intermediario.

E' appena il caso, a riguardo, di aggiungere che per "servizio aggiuntivo o di livello superiore", ai sensi del citato art. 11 della Direttiva delegata, si intende⁴⁶:

a) la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti e accesso ad una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati [...];

ovvero

b) la prestazione di consulenza non indipendente in materia di investimenti in combinazione o con l'offerta al cliente, almeno su base annuale, di valutare il persistere dell'adeguatezza degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito, o con un altro servizio continuativo in grado di costituire un valore per il cliente [...];

o ancora (ma questo concerne gli altri servizi di investimento, non riguardanti la consulenza, quali, ad esempio, la ricezione e trasmissione di ordini⁴⁷)

c) l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari che possano soddisfare le esigenze dei clienti [...] insieme o alla fornitura di strumenti a valore aggiunto [...] che assistono il cliente interessato

⁴⁶Che le tre condizioni qui elencate siano tra loro in rapporto di alternative, e non di necessario cumulo, si evince dalla congiunzione avversativa "o" che si trova nel testo dell'art. 11 a chiusura della seconda (ii) delle tre condizioni riportate nel testo e prima della terza, ma anche dall'interpretazione sistematica delle diverse norme in tema di onorari, commissioni o benefici non monetari, sia della Direttiva delegata che della Direttiva madre. In questo senso, inoltre, dispone la lettura del considerando 22 della Direttiva delegata, a tenore del quale "Onorari, commissioni o benefici non monetari dovrebbero essere corrisposti o ricevuti solo laddove siano giustificati dalla prestazione di un servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente pertinente. Quanto precede può includere la prestazione di consulenza in materia di investimenti e l'accesso a una vasta gamma di strumenti finanziari adeguati, tra cui un congruo numero di strumenti di fornitori terzi di prodotti, o la fornitura di consulenza non indipendente associata a un'offerta al cliente, almeno su base annua, per valutare il persistere dell'idoneità degli strumenti finanziari in cui il cliente ha investito o a un altro servizio in corso che possa costituire un valore per il cliente".

⁴⁷Che questa terza condizione riguardi servizi diversi dalla consulenza lo si ricava dal già citato considerando 22 della Direttiva delegata del 2016. Tale considerando, infatti, riporta espressamente le tre condizioni che consentono di ritenere sussistente il "servizio aggiuntivo o di livello superiore per il cliente" e che, dunque, consentono all'impresa di ricevere, e versare ai propri consulenti, onorari, commissioni o benefici non monetari anche diversi da quelli versati dai clienti. Ebbene, la terza condizione è introdotta dalle parole: "Ciò può anche accadere nel settore dei servizi non riguardanti la consulenza, in cui le imprese di investimento forniscono l'accesso, a un prezzo competitivo, a una vasta gamma di strumenti finanziari [ecc.]".

nell'adozione delle decisioni di investimento o consentono al cliente interessato di monitorare, modellare o regolare la gamma di strumenti finanziari in cui ha investito, o alla futura fornitura di relazioni periodiche sulla *performance* i costi e oneri collegati agli strumenti finanziari.

Tutto ciò, sia chiaro, sempre che tali commissioni, onorari o benefici non economici: i) non offrano vantaggi all'impresa senza beneficio tangibile per il cliente interessato; ii) siano giustificati dalla garanzia di un beneficio continuativo per quest'ultimo; e iii) non falsino o distorcano la prestazione dei servizi pertinenti al cliente.

In definitiva, dunque, anche le nuove norme in materia di remunerazione e incentivi sono, con tutta evidenza, finalizzate a valorizzare, nella prospettiva della maggior tutela dei clienti, i contenuti dell'attività di consulenza, e dunque sostanzialmente a spostare sempre più verso l'alto l'asticella della qualità della consulenza erogata nel mercato.

Francesco Di Ciommo

Ordinario di Diritto privato

nell'Università Luiss G. Carli di Roma

**I PRODOTTI FINANZIARI NELLA REALTÀ DEL DIRITTO:
RILEVANZA DEL RISCHIO FINANZIARIO QUALE OGGETTO
DELL'OPERAZIONE D'INVESTIMENTO * ****

(“Financial products” within the scope of law: rising of the financial risk as core component of any financial transaction)

ABSTRACT: *The financial risk is the “object” of any financial transaction. The financial product being only the temporary bearer of a financial risk, could also be ignored by the customer, as long as the financial risk is known. Customer’s awareness should then be addressed to the understanding of financial risk and not (necessarily) of the financial product itself (often poorly understood). The latest regulatory developments have been heading to this direction, by formalizing: the risk-return, the probability scenarios and the costs factor on the expected return (all together financial risk), in some indexes. Therefore, the financial risk index is the core information to be disclosed to the prospective customer, the lack of this piece of information cannot (any longer) be treated as a “rules of conduct”, since the financial risk virtually represents all the core information regarding the financial transaction the customer is about to enter.*

SOMMARIO: 1. Introduzione: “Tre facciate di formato A4”, la nuova dimensione delle “informazioni chiave”: l’emersione del rischio finanziario. – 2. Titoli di credito, valori mobiliari, prodotti finanziari. – 3. PF ≠ SF. – 4. *Reale* ed *idea di reale*. – 5. Cose *nella* realtà e cose *nel* diritto, o *nella* realtà *del* diritto. – 6. La logica dell’essere e la logica della *descrizione*. – 7. Documenti e rappresentazione. – 8. In difesa del linguaggio tecnico (l’essere del PF). – 9. “Semplificare il linguaggio”, una contraddizione nella logica dell’essere del PF. – 10. La consapevolezza: indice sintetico di rischio, scenari probabilistici, impatto dei costi totali sul rendimento atteso. – 11. (segue) Alcuni dettagli sulla natura del rischio finanziario negli ST. – 12. Alcuni spunti.

*Contributo approvato dai revisori.

** “Ciò che viene creato dallo spirito è più vivo della materia”, BAUDELAIRE, *Il mio cuore messo a nudo*, Milano, 2015, p. 11.

1. Il cliente al dettaglio (soprattutto, ma non solo) che si avvicina ad un prodotto finanziario, si dice che sconta da subito una forte asimmetria informativa.¹ Le informazioni che mancano al cliente sono di diversa natura: alcune riguardano l'emittente del prodotto o la controparte, altre i rischi generici e specifici di mercato, altre le caratteristiche del prodotto finanziario, altre ancora il servizio offerto, i costi, eventuali conflitti di interesse. Molte di queste informazioni (è un aspetto che ritengo centrale per quanto esporrò), sono direttamente o indirettamente destinate ad una corretta valutazione del *rischio finanziario* (per ora in senso generico) assunto nell'*operazione di investimento*. Le regole sulla trasparenza sono finalizzate a colmare o comunque contenere sino ad un certo livello di efficienza tale asimmetria.² Negli

¹Per altro, occorre ricordare come il fenomeno delle asimmetrie informative sia estremamente diversificato, negli Stati Uniti ha coinvolto anche numerosi investitori qualificati (ad es. banche, fondi pensione, etc.) quali controparti di banche di investimento venditrici di prodotti finanziari. Limitando ai molti casi di *settlement* raggiunti fra banche di investimento e lo *U.S. Department of Justice*, l'11 aprile 2016 Goldman Sachs ha concluso un *settlement* pagando 5 miliardi di dollari, questo ed altri importi del genere, pur potendo impressionare in termini assoluti, sono assolutamente poco indicativi, in quanto vanno rapportati al mercato nel quale operano le parti. Ad es. nel caso di specie il *settlement* riguardava 530 operazioni di cartolarizzazione, per un controvalore di 530 miliardi di dollari di MBS. Come si evince dallo *Statement of facts*, contenuto nel *Settlement Agreement*, Goldman Sachs ha dichiarato che, in diverse occasioni, non ha *disclosed* a coloro che hanno acquistato gli MBS diverse informazioni relative alle procedure di controllo e di selezione dei *loans* sottostanti: "Goldman told investors in offering documents that "[l]oans in the securitized pools were originated generally in accordance with the loan originator's underwriting guidelines," other than possible situations where "when the originator identified 'compensating factors' at the time of origination." But Goldman has today acknowledged that, "Goldman received information indicating that, for certain loan pools, significant percentages of the loans reviewed did not conform to the representations made to investors about the pools of loans to be securitized." Questo documento e le informazioni su molti altri procedimenti, possono essere rinvenute su www.justice.gov. Vorrei aggiungere, che le asimmetrie informative sono un tema che ormai coinvolge anche il consumatore e la banca (v. il documento di consultazione della Banca d'Italia per le modifiche alle regole di trasparenza relative ai mutui ai consumatori).

²Cfr. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova 2002; per una analisi sulle origini dell'impianto del *need of protection* del cliente, MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca, borsa*, 2012, I, p. 568; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 235 ss. Per i limiti del sistema impostato sulla trasparenza, PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa*, 2015, I, p. 31; v. anche PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa*, 2006, I, p. 372, dove mi sembra rilevante, anche ai fini delle tesi espresse in questo lavoro, lo spunto offerto circa le informazioni che l'intermediario deve offrire in relazione al prezzo del prodotto e, dunque, non solo in relazione alle caratteristiche del prodotto, p. 383 ss: "Piuttosto, l'oggetto proprio dell'obbligo di informazione gravante sull'intermediario pare doversi individuare in funzione della "decodificazione"

ultimi trent'anni il cliente ha ricevuto una mole crescente di informazioni, eppure l'asimmetria informativa non si è affatto ridotta, se per riduzione intendiamo porre il cliente nella situazione di effettuare una (sempre più sfuggente nel contenuto giuridico) *consapevole* scelta di investimento, cioè una consapevole valutazione del *rischio finanziario* assunto nell'operazione di investimento. Molteplici le cause ormai note: si è confusa la quantità delle informazioni con la qualità, le modalità di trasmissione al cliente si sono rivelate di facile aggiramento e, quindi, inefficienti, il sistema non ha tenuto sufficientemente conto che il cliente è generalmente un ineducato finanziario (sofferente di molteplici *biases*, come ampiamente studiato dalla finanza comportamentale),³ non in grado di valutare molte delle informazioni (pur se nel tempo sempre più *semplificate*) a lui dirette (senza contare il comportamento scorretto di alcuni intermediari d'intralcio al funzionamento del sistema che, però, ha trovato e tutt'ora trova difficoltà nell'arginare tali comportamenti).⁴ Per organizzare il crescente volume di informazioni, si è tentata (in passato con le operazioni bancarie, oggi soprattutto con i prodotti d'investimento offerti dagli organismi collettivi e domani con l'allargamento ai prodotti di investimento pre-assemblati c.d. PRIIPs) la strada delle

di quanto segnalato dal prezzo di mercato, secondo un *continuum*, che va dalla minimale indicazione della correlazione fra rischio e rendimento, a una segnalazione del rischio in termini relativi mediante l'impiego dei giudizi delle società di *rating*, sino all'estremo di una comunicazione analitica delle circostanze da cui discende il *pricing* corrente." COLAERT, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?* (2016), in <https://ssrn.com/abstract=2721644>: "In order to prevent "information overload", it is crucial that the KID is drawn up as a short document written in a concise manner."

³Cfr. MORERA - MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *Analisi giur. eco.*, 2012, p. 12; CAVEZZALI GARDENAL - RIGONI, *Alfabetizzazione finanziaria e «asset allocation» dei non esperti: uno studio sperimentale*, in *Analisi giur. eco.*, 2012, p. 107

⁴Il servizio di consulenza finanziaria avrebbe dovuto essere la risposta, anche se solo nei casi in cui essa è prestata: profilato il cliente è dovere dell'intermediario individuare il prodotto finanziario adeguato (così che il cliente è liberato dal comprendere e maneggiare le molte informazioni relative ai prodotti finanziari). Il problema, però, si è spostato dalle asimmetrie informative alle pratiche di corretta profilatura del cliente (a partire dalla qualificazione del cliente come cliente professionale e poi alla corretta individuazione del profilo di rischio). E' scoraggiante, forse inevitabile, che la tendenza è quella di spostarsi su tecniche automatizzate nelle quali il (principale) vantaggio sembra essere quello di aver eliminato l'"interferenza" dell'intermediario nelle scelte di investimento del cliente. Per dati ed alcuni spunti rinvio a GENTILE - SICILIANO, *Le scelte di portafoglio dell'investitore retail ed il ruolo dei servizi di consulenza finanziaria*, in *Quaderno di finanza Consob*, n. 64, Luglio 2009.

informazioni chiave e sintetizzate in indici, nel tentativo di asciugare il tessuto informativo in modo che esso non sia fuorviante (o lo sia meno).⁵ Mi sembra che il disagio ed i timori del legislatore siano ben evidenziati ad es. nel considerando n. 6 del Regolamento UE n.583/2010: “le spiegazioni testuali relative al profilo di rischio/rendimento [sintetizzate in un indice da 1-7] dovrebbero occupare uno spazio limitato (...)”, perché, presumo, il numero è efficace di per sé e la spiegazione potrebbe amplificarne o ridurne la portata cognitiva verso il cliente. Oppure, nel citato Regolamento, l'intera Sezione 2 è intitolata “Linguaggio, lunghezza e presentazione” e l'art. 5 prescrive di evitare “l'uso di espressioni gergali”, di “evitare l'uso di termini tecnici quando si possono usare termini di uso comune”. Ed è così che, scorrendo alcuni KIID (dunque, documenti che recano *solo* le informazioni chiave prescritte dal suo citato regolamento, informazioni alle quali la disciplina richiede massima sintesi e chiarezza) si legge: “La duration modificata del portafoglio è compresa fra -3 e +4. La duration modificata è definita come la variazione del portafoglio (in %) a fronte di una variazione di 100 punti base dei tassi d'interesse”.

Ulteriore sforzo diretto ad asciugare ancor di più le *informazioni chiave* dalla componente testuale è prodotto dal Regolamento UE n. 1286/2014 relativo ai PRIIPs, che prescrive non più di “tre facciate di formato A4” quale limite dimensionale delle informazioni chiave. Il considerando numero 13) prevede: “Date le difficoltà che molti investitori al dettaglio incontrano nel comprendere la terminologia finanziaria specialistica, occorrerebbe prestare particolare attenzione alla scelta delle parole e allo stile di scrittura del documento”; oppure il considerando numero 18): “ (...) il documento contenente informazioni chiave dovrebbe, se del caso, includere una segnalazione relativa alla comprensibilità per l'investitore al dettaglio”, del tipo (art. 8, co. 3, lett. b) del citato Regolamento): “State per acquistare un prodotto che non è semplice e può essere di difficile comprensione”. Come dire: nonostante sono riportate solo poche ma rilevanti informazioni, rese in modo conciso, attraverso indicatori sintetici e con

⁵Introdotte con la Direttiva n. 65 del 2009 e dal Regolamento UE n. 583 del 2010 relativo ai KIID per i prodotti emessi dagli OICVM.

attenzione a non impiegare gergo finanziario, scritte con caratteri di dimensione adeguata, evidenziate anche attraverso l'impiego di variazioni cromatiche, attenzione perché tali informazioni potrebbero (nonostante tutto) risultare di difficile comprensione.

Nel mentre, la regolamentazione si è molto frammentata inseguendo i nuovi prodotti ed arrancando dietro le nuove tecniche digitali di commercializzazione e vendita che, viceversa, si presentano sempre più integrati (prodotti finanziari, operazioni e servizi bancari, “prodotti di investimento assicurativo” e prodotti assicurativi non di investimento, prodotti di investimento pre-assemblati, prodotti composti).⁶ Non credo vi siano più dubbi che, a fronte di prodotti integrati l'impianto regolatorio è ancora disintegrato (pur potendosi notare un primo cambiamento nell'approccio e, quanto meno nei proposti a livello di Unione Europea).⁷ E' sufficiente rilevare la difficoltà di coordinamento della “trasparenza bancaria” con “la trasparenza finanziaria” e “assicurativa” (ma forse anche l'idea di *coordinamento* è stantia); i limiti dell'appena introdotta consulenza al credito, visto che i mutui ai consumatori, oltre che essere caratterizzati da clausole sempre più finanziarie, da derivati più o meno impliciti, sono spesso abbinati a contratti assicurativi (pratica oggi appositamente regolata) o a pro-

⁶Su questo aspetto rinvio a LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari*, in *Banca, borsa*, 2016, I, p. 297 ss., soprattutto per le condivisibili considerazioni rispetto al fatto che ci “troviamo in un sistema i cui confini tra prodotti finanziari, bancari e assicurativi va sfumando, eppure sul piano dell'impostazione formale continuiamo a ragionare per comparti: servizi di investimento, credito ai consumatori, trasparenza bancaria, servizi di pagamento”. Sul punto basta analizzare la comunicazione ESMA sulle “pratiche di vendita abbinata” dell'11 Luglio 2016. V. anche per riflessioni sull'attuale sistema, CERA, *Il depositante bancario tra processo economico e mercati*, in *Analisi giur. eco.*, 2016, p. 271; per quanto riguarda un'analisi sul meccanismo di risoluzione, BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *Analisi giur. eco.*, 2016, p. 279. Sulle nuove tecniche della “innovazione finanziaria”, SICLARI, SCIASCIA, *Innovazione finanziaria e rafforzamento del mercato unico per i servizi finanziari retail: sfide, rischi, risposte della regolazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, p. 184 ss.

⁷Cfr. SANTORO, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari in prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs)*, in *Regole e Mercato* (a cura di Mancini, Paciello, Santoro, Valensise) Torino 2016, p. 525, si riferisce alle linee guida ESA sul *cross-selling* notando come si tratti di un approccio “orizzontale” del regolatore, pur solo in ambito di offerta dei prodotti di investimento complessi. Per aspetti relativi alla integrazione dell'attività di vigilanza, v. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. e con.* 2012, p. 52 ss.

dotti finanziari e, dunque, le competenze del consulente non possono essere limitate al contratto di mutuo quale “classica” operazione bancaria.⁸ Di conseguenza, anche l’apparato di regole che riguardano le informazioni si è specializzato (prospetti di vari tipo, il prospetto semplificato per i mutui o documenti quale il KIID ed oggi il KID). Credo, in estrema sintesi, che si sia passati dalla *regolamentazione dell’“atipico”* (fenomeno degli anni ’80 del secolo scorso) ad una *iper-regolamentazione del tipico*.

Inoltre, si può scorrere il catalogo degli Oicr e la relativa disciplina, il catalogo a fini squisitamente micro regolatori di: prodotti finanziari che non sono “titoli”, strumenti finanziari comunitari e non comunitari, prodotti di investimento pre-assemblati, prodotti finanziari-assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked* o di capitalizzazione, strumenti finanziari rilevanti ai fini dell’ “interesse finanziario” per determinare le incompatibilità del revisore contabile, e la combinazione con l’essere o meno quotati in mercati regolamentati o negoziabili in altri sistemi multilaterali, le azioni (che sono strumenti finanziari) non rientrano nella disciplina dei prodotti di investimento pre-assemblati, ancora alcuni prodotti possono essere o non essere considerati derivati (e quindi “complessi”) a seconda delle esigenze settoriali della regolamentazione. Per es. gli *inflation-linked bonds*, dove le cedole sono legate all’andamento dell’inflazione, ai fini della linee guida ESMA 26 Novembre 2015 sui prodotti complessi possibile oggetto del servizio di mera esecuzione ai sensi della Direttiva UE n. 65/2014 (d’ora in poi “MiFID II”), non sono considerati incorporanti un derivato, mentre i *contingent convertible bonds* sono considerati “*embed a derivative and therefore are complex*”, si tratta, per altro, di una lista di “prodotti complessi” diversi dall’attuale predisposta dal CESR nel 2009 e diversa da quella del Regolamento UE n.1268/2014.⁹ Si potrebbe continuare a lungo (è tutt’ora aperta la discussione in sede di Unione Europea circa la differenza fra *covered bonds* e *asset backed securities*, sempre al fine di applicare una

⁸Sia consentito rinviare al mio, *La direttiva 17/2014, il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza del credito*, in *Banca, borsa*, 2016, I, p. 234

⁹Sulle differenze strutturali della MiFID II rispetto all’attuale disciplina, CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II. (Tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, I, p.72 ss.

o altra micro regolamentazione). Mi sembra chiaro che il tentativo di rendere più efficiente il sistema della trasparenza trova un ostacolo naturale nel proliferare degli enti, dei prodotti e delle relative regolamentazioni. In questi termini alcuni “principi generali”, quale il principio stabilito nell’art. 27 del Regolamento Intermediari, “Tutte le informazioni (...) devono essere corrette, chiare e non fuorvianti”, annegano poi nelle micro regolamentazioni, in un meccanismo poco virtuoso nel quale, coscienti che i principi generali faticano a trovare terreno fertile nelle politiche degli intermediari, si è costretti a modelli informativi obbligatori ed uniformati.

Ritengo che molte delle inefficienze informative prima accennate, scaturiscono dalla *natura* dei prodotti finanziari (anche se vedremo non è possibile una visione assolutamente unitaria e sistematica) e quindi dalla loro *comprensibilità* da parte del cliente. In questo lavoro vorrei riflettere sul fatto che i prodotti finanziari (diciamo molti prodotti finanziari, *quasi* tutti) non esistono nella *realtà esterna al diritto*, come per es. molti dei prodotti di consumo, o come un terreno, un immobile, etc. I prodotti finanziari, la loro *essenza*, è di norma *scritta* in un documento, quella che chiamerò la *regola della documentalità*, (a volte in poche pagine all’interno di una ampia documentazione e, spesso, neanche in forma discorsiva, bensì schematica) e dato che essi *sono solo ciò che è scritto*, il linguaggio deve essere assolutamente tecnico, perché un linguaggio *semplificato* non semplifica il prodotto, ma lo rende indefinito. In questo senso il prodotto finanziario è *scritto*, secondo la *regola della documentalità*, mentre può essere *descritto* in un messaggio pubblicitario, in molte altre parti di un prospetto, riassunto nelle informazioni chiave, etc. Ma si tratta di una differenza logica fondamentale: la logica dell’*essere* del prodotto finanziario (dove il linguaggio produce effetti ontologici sull’*essere* del prodotto finanziario) e la logica della *descrizione* (che per quanto possa essere o meno chiara e non fuorviante) in nulla incide sull’*essere* del prodotto. Il linguaggio tecnico, però, non è comprensibile al pubblico, eppure il prodotto (necessariamente) scritto in quel linguaggio al pubblico è destinato.

Il lavoro sarà così organizzato: date queste premesse, rileverò come non sia possibile una teoria unitaria dei prodotti finanziari e, di conseguenza, come possa

essere anche contingente una ricostruzione giuridica di “operazione d’investimento di natura finanziaria” ai sensi della disciplina del T.u.f.. Mostrerò poi come il diritto e le sue strutture concettuali si pongono nel rapporto “*reale ed idea di reale*”, donde il titolo di questo contributo “I prodotti finanziari *nella* realtà del diritto”, (ritengo necessaria anche una pur sintetica introduzione di più ampio respiro, per non banalizzare una tale bipartizione e collocare adeguatamente alcune strutture giuridiche). Individuata la *regola della documentalità* e la sua portata, cercherò di mostrare come il prodotto finanziario non sia l’oggetto dell’operazione di investimento, in quanto esso è solo il *temporaneo portatore* di un *rischio finanziario*. E’ quest’ultimo l’oggetto dell’operazione d’investimento, sarà allora sufficiente che la *consapevolezza* del cliente si formi sulla consapevolezza del *rischio finanziario* assunto (espresso sinteticamente in forma di indice e di alcune altre informazioni chiave). In questo senso, le informazioni sul rischio finanziario non possono essere trattate sullo stesso piano di altre informazioni: perché le prime sono essenziali alla qualificazione dell’operazione di investimento e, dunque, sono elemento sul quale si deve formare la consapevolezza dell’investitore. Sulla centralità del *rischio finanziario* mi sembra indicativo il citato Regolamento UE n. 1896/2014, il quale ritiene *essenziali* (all’interno delle pur ristrette informazioni chiave) le seguenti informazioni: il rischio/rendimento espresso in un *indice*, gli scenari probabilistici di *performance* (espressi in tre valori) ed i costi totali dell’operazione (in quanto incidono sul rendimento prospettato, anch’essi sintetizzati in un indice). In tale dinamica, la conoscenza del *prodotto* è superflua, così come la conoscenza o la comprensibilità di tutte quelle informazioni che nei suddetti indici possono essere sintetizzate. E’ dunque sull’indice rischio/rendimento, sugli scenari probabilistici e sull’incidenza dei costi, che si deve formare la *consapevolezza* del cliente nel concludere una data operazione d’investimento (cioè, nell’assumere un dato *rischio finanziario*).¹⁰

¹⁰Anticipo che questa conclusione, per alcuni aspetti, è coerente con quanto esposto in materia di contratti *Swaps* da MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016 p.1102 secondo il quale: “La programmazione di uno scambio di flussi, in sé, non ha causa meritevole (...) quando è un rischio irrazionale – quando cioè

2. Non credo possibile ricostruire in modo unitario una teoria dei prodotti finanziari disciplinati dal T.u.f. (“PF”). Quanto meno se al vertice di una tale teoria debba porsi una fattispecie sufficientemente precisa.¹¹ E’ anche difficile trovare un’intesa terminologica onnicomprensiva del *fenomeno*; basta pensare ai recenti “prodotti di investimento al dettaglio pre-assemblati” disciplinati nel Regolamento UE n. 1268/2014 ed inseriti nel T.u.f. senza un chiaro coordinamento con la definizione di PF e di strumenti finanziari. Il punto, mi sembra, è che i PF in generale, come prima di loro i valori mobiliari, non siano quasi mai stati l’oggetto di per sé di una disciplina (come ad es. i titoli di credito), bensì principalmente lo strumento della disciplina di altro e cioè, dell’attività di raccolta di risparmio e (passando per le “attività di intermediazione immobiliare”) dei servizi di investimento e dell’offerta al pubblico. Così quando ci si interroga sulla natura complessa o meno di un PF, non sono elementi strutturali del PF ad essere esaminati di per sé nel tentativo di creare un concetto giuridico finanziario di PF complesso, ma è il fatto che essi possano o meno essere offerti al cliente al dettaglio e la *complessità* è misura della capacità media di comprensione del cliente.¹² Insomma, il PF è regolato quasi sempre in funzione di altro. Se si volesse tracciare un percorso evolutivo della normativa (a partire dalla c.d. legge bancaria del 1936, che disciplinava l’emissione di valori mobiliari, passando per l’art. 18bis della l. 7 giugno 1974, n. 216, introdotto dalla l. 23 marzo 1983, n. 77, per la l. 6 febbraio 1996, n. 52, che ha disciplinato gli “strumenti finanziari” ed, in fine, giungendo al T.u.f.) risulterebbe evidente la funzione soprattutto strumentale dei valori mobiliari e dei PF rispetto alle operazioni di raccolta del risparmio ed alla regolamen-

l’investitore non è consapevole di quanto e quale sia il rischio (...)”, così la trasparenza è tale se è “trasparenza sul rischio e trasparenza del rischio”. Il che mi sembra essere assolutamente confermato dall’indice sintetico di rischio e dagli scenari probabilistici dei PRIIPs, come in seguito sarà approfondito. Per una ricostruzione dei derivati “speculativi”, E. BARCELLONA, *Contratti derivati puramente speculativi: fra tramonto della causa e tramonto del mercato*, in Maffei (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, Milano 2014.

¹¹Per una riflessione sulle norme puramente definitorie E. BARCELLONA, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo*, in *Banca, borsa*, 2012, I, p.541.

¹²Una eccezione, credo, è la disciplina dei prodotti illiquidi, nella quale la “illiquidità” sembra poter essere una caratteristica obiettiva del PF (pur se sempre in prospettiva della disciplina dell’offerta del PF).

tazione dei servizi di investimento.¹³

I capostipiti dei “titoli di massa” furono le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili (che trovarono specifico riconoscimento quali strumenti di investimento finanziario di massa nella l. 7 giugno 1974, n. 216).¹⁴ Nella seconda parte degli anni '70 del XX secolo il fenomeno dell'investimento finanziario di massa esplose e con esso vennero proposti nuovi titoli “atipici” d'investimento, accanto alle quote dei fondi comuni di investimento, (per es. i certificati di associazione in partecipazione, certificati immobiliari, certificati di deposito, accettazioni bancarie, etc., anche nel tentativo di aggirare la rigida disciplina della riserva di attività bancaria o dei fondi comuni di investimento, o i vincoli posti alla emissione di obbligazioni o azioni di risparmio).¹⁵ Al tempo la teoria dei titoli di credito (la cui rilevanza per il fenomeno

¹³Sull'utilizzo di “titoli di massa”, SPADA, *Dai titoli cambiari ai valori mobiliari*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, p. 507. Per la ricostruzione storica della evoluzione normativa, CHIONNA, *Le origini della nozione di valore mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1999, p. 834, secondo il quale, in una prima ricostruzione di valore mobiliare, nella dottrina e nella regolamentazione di inizio del XX secolo, ruolo centrale (seppur non essenziale) rivestiva il “peculiare modo di formazione del prezzo”, e cioè all'interno delle borse valori, luoghi diversi dai mercati e dalle fiere (*op. cit.*, p. 839, nota 26). Anche se, in chiave di ricostruzione generale, non poteva escludersi che il valore mobiliare “potesse essere considerato, in via esclusiva, un “titolo di borsa”, e cioè un particolare bene di massa il cui prezzo si andava a formare nel rispetto di una determinata e particolare disciplina di legge (quella relativa alle contrattazioni di borsa) (...). Restava tuttavia tratto qualificante della nozione la materiale esistenza di un documento o di un certificato di massa (di natura non necessariamente cartolare) strumentale alla realizzazione di un'operazione di raccolta del risparmio.” Insomma, sin dall'origine la preoccupazione di non irrigidire la fattispecie (che avrebbe agevolato l'elusione della disciplina di riferimento, cioè la raccolta del risparmio) pervadeva la regolamentazione. CHIONNA, *op. cit.*, p. 858., con riferimento alla nozione di valore mobiliare nella legge bancaria del 1936: “tutti questi valori mobiliari dovevano pur sempre riferirsi a rilevanti operazioni di investimento, o più in generale di raccolta di capitali, tali da incidere sui c.d. flussi finanziari, ampiamente diffuse, e quindi volte ad interessare in larga scala il pubblico dei risparmiatori”. Sulla centralità delle operazioni atipiche, SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche*, in *Banca, borsa*, 1986, I, p.13. Sulla distinzione fra “valore mobiliare” e “strumento finanziario” al momento della introduzione dei secondi nel 1996, CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, in *Riv. soc.*, 1996, 1103. Per una analisi dell'evoluzione del “mercato mobiliare”, BESSONE, *Il diritto privato europeo dei mercati finanziari*, in *Vit. Not.*, 2003, p.1211

¹⁴Cfr. COSTA, *La convertibilità anticipata nel sistema delle obbligazioni convertibili in azioni*, in *Riv. Soc.*, 1977, p. 74; BUONOCORE, *Le obbligazioni convertibili nella riforma*, in *Giur. Comm.*, 1974, I, p. 728

¹⁵E' d'interesse l'*Indagine conoscitiva del Senato sul funzionamento della Borsa Valori in Italia*, in *Riv. Soc.* 1977, p. 228, ove si individua nella frattura fra risparmio privato ed imprese l'aspetto critico

dell'investimento finanziario iniziò a tramontare nel 1983), era ancora il punto di riferimento e si discuteva del principio della libertà nella creazione dei titoli di credito che, del resto, altro non era che l'epifania dell'investimento finanziario di massa, il quale cercava strade alternative per realizzarsi.¹⁶ Il salto giuridico fra il sistema a titoli di credito e quello a valori mobiliari fu notevolissimo,¹⁷ in quanto si uscì dalla rigidità formale della disciplina dei titoli di credito, per entrare in un sistema che da subito fu percepito quale aperto, cioè improntato ad una libertà di forme e di strutture solo limitato dalle regole per proteggere il pubblico di risparmiatori.¹⁸ Così, nonostante l'apparente centralità del valore mobiliare, il nuovo sistema era però imperniato sul: "concetto di sollecitazione del pubblico risparmio, concetto rispetto al quale la connotazione oggettiva legata al valore mobiliare costituirebbe una superfetazione inutile, priva di qualsiasi funzione nella delimitazione dell'area cui la disciplina si applica".¹⁹ Dello stesso tenore, chi commentando la definizione di valore mobiliare osservava come: "la norma contenuta nell'art. 18 bis è solo una pseudo definizione, dato che

che una riforma della Borsa Valori è chiamata a risolvere (ed anche in questo senso deve leggersi l'agevolazione, anche di natura fiscale, alla emissione di nuovi strumenti di autofinanziamento delle imprese). Così anche la relazione Cesarini: *Considerazioni e proposte per un rilancio della Borsa*, in *Riv. Soc.* 1977, p. 267. Per quanto riguarda i molti problemi per l'inquadramento giuridico dei fondi comuni di investimento, v. COSTI, *La struttura dei fondi comuni d'investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. Soc.*, 1968, p. 242.

¹⁶Per una riflessione sul momento dell'atipico, PAVONE LA ROSA, *Titoli "atipici" e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 705; LIBONATI, *Titoli atipici e non*, in *Banca, borsa*, I, 1985, p. 468; PELLIZZI, *Panorama dei titoli di credito*, in *Banca, borsa*, 1984, p.1; CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa*, 1986, I, p. 24. Per una rinnovata riflessione sulle azioni di risparmio nel T.u.f., GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in *Banca, borsa*, 1999, I, p. 608. Per una ricostruzione storica circa la disciplina dei titoli di credito, LENER, SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, *Comm. cod. civ.* (diretto da Gabrielli), Torino 2015, p. 121 ss.

¹⁷Cfr. LENER, *Attuazione della direttiva sui servizi di investimento: alcuni errori da evitare*, in *Società*, 1996, p. 386.

¹⁸Cfr. SPADA, *La circolazione della "ricchezza assente" alla fine del millennio*, in *Banca, borsa*, 1999, I, p. 407.

¹⁹Cfr. D'ALESSANDRO, *L'attività di sollecitazione del pubblico risparmio*, in *Sistema finanziario e controlli: dall'impresa al mercato*, *Quad. Giur. Comm.* n. 85, Milano 1986, p. 98. V anche per la medesima impostazione "finalistica" della disciplina, ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2010, p. 82 ss.

non è idonea a svolgere la funzione di individuare una classe di elementi rispetto a tutte le altre. Ad accogliere queste conclusioni, l'art. 18 *bis* non poteva considerarsi "norma idonea ad essere utilizzata in una elaborazione del concetto di titolo di credito e delle sue categorie, in particolare di quella del titolo di massa, ovvero in una qualsiasi altra elaborazione sistematica".²⁰ L'oggetto dell'art. 18 e ss. della legge 216/1974 non erano allora i valori mobiliari in sé, bensì le *operazioni di investimento in attività finanziarie*.²¹ Impostazione, questa, portata alle estreme conseguenze da chi, commentando il medesimo testo legislativo, ha ritenuto che "valore mobiliare è da intendersi come l'unità di un'operazione – normalmente collettiva- di raccolta e, simmetricamente, di impiego del risparmio a titolo di finanziamento o di investimento (...), il valore mobiliare è nozione non solo testualmente disancorata dalla cartolarità, ma che una lettura orientata alla *ratio* degli articoli 11 e 12 [della l. 23 marzo 1983, n. 77] raccomanderebbe forse contro la lettera della legge, di affrancare da ogni vincolo documentale".²² Ancora, chi ha ritenuto che la nozione di valore mobiliare potesse essere una sintesi "della figura tradizionale (riferita al "documento" o "certificato rappresentativo" inteso quale titolo di massa) e di una figura (riferita "ad un interesse negoziabile e non") che, traendo spunto dall'esperienza statunitense è capace di svolgere nel nostro ordinamento una funzione analoga a quella svolta nell'ordinamento statunitense dal concetto di *investment contract*"; concludendo che "qualunque operazione che coinvolga un tale "interesse" è dunque riferibile ad un "valore mobiliare"". ²³ L'amplessimo significato del valore mobiliare era necessario per soddisfare le

²⁰Cfr. CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 282.

²¹Cfr. CARBONETTI, *op. cit.*, p. 295. In senso critico rispetto alla nozione di valore mobiliare, R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca, borsa*, 1997, I, p.326: "Intralcio [il riferimento è alla definizione di valore mobiliare] fondamentale, sotto due profili: il profilo della (apparentemente) necessaria "documentalità" del valore mobiliare e il profilo della ammissibilità, per così dire, di valori mobiliari di tipo "derivativo"."

²²Cfr. SPADA, *Dai titoli di credito atipici alle operazioni atipiche*, *cit.* p.20; v. anche la ricostruzione di ROPPO, *Investimento in valori mobiliari (contratto di)*, in *Contratto Impresa*, 1986, p. 261; G. VISENTINI, *Emissione e collocamento di valori mobiliari: prima di note di commento agli art. 11-14 della l. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Riv. soc.*, 1983, p. 478.

²³Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, voce *Valori mobiliari*, in *Enc. Giur.*, vol. XXXII, Roma, 1996, p. 4.; per una analisi dei modelli stranieri di riferimento, FERRARINI, *I nuovi confini del valore mobiliare*,

esigenze di protezione del risparmiatore. “Pertanto, pur continuando ad utilizzare, per una sorta di deriva concettuale, la locuzione “valore mobiliare”, l’art. 18 *bis* ne amplia la portata al punto tale da farla coincidere con quella genericissima di attività finanziaria” (a testimonianza della strumentalità della nozione di valore mobiliare rispetto all’attività di sollecitazione del pubblico risparmio). “Per contro, nell’ambito della disciplina dell’intermediazione mobiliare (...) l’esigenza è quella, opposta, di delimitare in modo preciso l’attività oggetto di regolamentazione” e dunque adottare una definizione precisa (una elencazione) di strumenti finanziari.²⁴

A me sembra che, per impiegare le parole di Carbonetti, la “pseudo definizione” di valore mobiliare, sia rimasta quale pseudo definizione di PF; con la differenza che, questa volta, le operazioni di investimento in attività finanziarie, nascoste prima nelle pieghe della legge, sono ora emerse sino alla lettera della legge: “*forme di investimento di natura finanziaria*”.²⁵ Attualmente, la definizione assolutamente generica di PF, sembra essere più un presidio di sicurezza, che una definizione sufficientemente precisa in grado di delimitare una categoria. Del resto, la già evidenziata frammentazione terminologica nel T.u.f. è strumentale a micro discipline.²⁶

3. Logicamente, per come è scritta la definizione di PF, esiste un’area nella quale possono ravvisarsi PF che non sono Strumenti Finanziari (“SF”), cioè $PF \neq SF$. La definizione stabilisce che sono PF: gli SF ed *ogni altra forma* di investimento di natura

in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 743: “la dilatazione del concetto di valore mobiliare sia avvenuta, anzitutto, attraverso il distacco dal ceppo – cui il valore mobiliare è sempre collegato – del titolo di credito. Sul punto che per aversi valore mobiliare ai sensi dell’art. 1/18*bis* non è necessario che la singola fattispecie abbia natura “cartolare” esiste in dottrina unanimità di consensi”. Così l’espressione un “interesse negoziabile e non (...) in ogni caso esclude quell’essenziale caratteristica del titolo di credito, che è la destinazione alla circolazione”. Sul punto, LIBONATI, *Commentario della L. 23 marzo 1983, n. 77*, in *Nuove leggi civ.*, 1984, p. 509 ss.

²⁴Cfr. CARBONETTI, *Dai “valori mobiliari” agli “strumenti finanziari”*, cit. p. 1115.

²⁵Cfr. LENER - SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, cit. p.151: “Queste “unità” sono, nel glossario del t.u.f. (ormai caotico all’esito di poco vigilati, molteplici interventi sul lessico legislativo), presentate come sottoclassi della classe degli “strumenti finanziari” e denominate “valori mobiliari”, “strumenti del mercato monetario”, etc.”

²⁶Per un’analisi sul rapporto fra i prodotti finanziari e gli strumenti finanziari rinvio a SALAMONE, *La nozione di strumento finanziario tra unità e molteplicità*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, p.712 ss., MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *Tratt. dir. civ. e comm.* (a cura già di Cicu, Messineo, Mengoni, continuato da Schlesinger), Milano 2012, p 8 ss.

finanziaria, esiste quindi un'area dei $PF \neq SF$. Quest'area è piuttosto inesplorata. Un tempo i pretori (negli anni dell'"atipico") oggi soprattutto la Consob hanno cercato di definire l'esistenza concreta di $PF \neq SF$, ciò soprattutto per stabilire o meno l'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico.

In prima analisi e nella disciplina dell'offerta: qualsiasi SF è, a priori, un'operazione di investimento di natura finanziaria e, dunque, non si pone mai il problema se uno SF *non* sia anche un PF. In quanto la natura finanziaria sembra appartenere per definizione allo SF, data anche la lettera della legge: "sono PF gli SF" e, dunque, svolgendo il testo, gli SF sono forme di investimento finanziario (e ciò senza la necessità di accertare in concreto la natura finanziaria o meno di una certa operazione). Anche se una certa operazione, *sostanzialmente*, potrebbe non essere qualificata come di investimento finanziario. Mi riferisco, ad es., alla Comunicazione Consob del 12 maggio 2000. Nell'operazione prospettata, in sintesi, venivano offerti "certificati azionari indivisibili rappresentativi di un certo numero di azioni (...) necessariamente e inderogabilmente connesse al diritto d'uso di un posto ormeggio predeterminato" di proprietà dell'emittente. In poche parole, mi sembra, che il sottoscrittore in sostanza volesse acquistare un posto barca per ormeggiare la propria imbarcazione (ne deduco), oppure per locarlo a terzi, solo che ciò accadeva attraverso l'acquisto o la sottoscrizione di un dato numero di azioni, pur non essendo prospettabile alcun rendimento finanziario nell'operazione; ma la presenza delle azioni (valori mobiliari e quindi SF) ha (credo necessariamente) portato a ritenere applicabile la disciplina dell'offerta al pubblico. Cioè, data la presenza di un SF non si è ritenuto di dover (o poter) indagare se si trattasse *comunque* di un'operazione di investimento di natura finanziaria, natura che quanto meno mi sembra essere discutibile in questo caso. Ciò porta a concludere che la natura finanziaria dell'investimento esiste in *forma astratta* per tutti gli SF (quanto meno per la disciplina dell'offerta al pubblico; infatti, l'utilizzo di SF derivati con finalità di copertura non mi sembra configurabile quale operazione di *investimento*, bensì quale operazione finanziaria). Viceversa, non sembra che l'astrattezza della natura finanziaria dell'operazione valga per i $PF \neq SF$. Perché quando

oggetto dell'offerta non è uno SF (dunque a priori è un'operazione d'investimento di natura finanziaria), allora occorre chiedersi di che tipo di *operazione* si tratta.

La Consob (Comunicazione del 6 maggio 2013) ha trattato della qualificazione dell'offerta di pietre preziose da parte di una società, attraverso canali bancari. L'operazione vede il cliente acquistare una pietra preziosa (tramite banca). Si tratta di un ordinario contratto di compravendita, senza alcun obbligo della banca o della società venditrice, al riacquisto ad un certo prezzo e in un dato momento futuro della pietra preziosa.²⁷ In questa circostanza non si riscontra la presenza di uno PF (infatti, il contratto di compravendita, non assimilabile ad un contratto a termine, non è anche uno SF) e, allora, si è reso necessario indagare sulla natura finanziaria dell'*operazione di investimento*, per individuare se sia stato offerto un $PF \neq SF$ ("offrire" non deve ingannare, perché in questo caso di stratta di "offrire", cioè prospettare, un'operazione di investimento di natura finanziaria). È rilevante notare come la *forma* finanziaria dell'investimento non si riferisca alla forma documentale, bensì alla *forma dell'operazione*, cioè alla sua struttura, ed è quindi un riferimento assai più generico. La Comunicazione del 6 maggio 2013 ribadisce alcuni aspetti centrali di qualificazione di cosa debba intendersi per forma di investimento di natura finanziaria: "le prospettive di investimento che implicano la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale." Chiedendo in altro passaggio della medesima Comunicazione, che non rientrano nella nozione di PF: "le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazione di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta bisogni non finanziari del risparmiatore stesso" (enfasi aggiunta). La conclusione è che l'offerta di pietre preziose non è anche offerta di

²⁷Diversamente, "certificati" che consentono di acquistare bottiglie di vino (che verranno in esistenza in data futura) sono considerati SF se la banca si obbliga al riacquisto.

PF, in quanto la pietra preziosa è sostanzialmente acquistata in quanto tale e non è neanche prospettato uno “specifico rendimento” (finanziario) nell’operazione.

Però, stante i canoni indicati dalla Consob, un conto deposito (generalmente vincolato per un certo periodo di tempo) remunerato ad un appetibile tasso di mercato, mi sembra che si possa configurare quale investimento di natura finanziaria. Il fatto che un tale conto deposito non rientri fra i PF è dovuto solo ad un tratto di penna, in quanto il T.u.f. stabilisce che in assenza di uno SF un tale deposito non è anche un PF. Ma si tratta unicamente della “necessità” di non attrarre la raccolta del risparmio tramite conti deposito (o quanto meno alcune *forme* di deposito) nella disciplina dell’offerta al pubblico. Perché, in ottica di sistema, il depositante che rinuncia a termine alla disponibilità delle somme, in cambio di un tasso di interesse (soprattutto in un momento di tassi negativi), sta compiendo un’operazione di investimento finanziario,²⁸ (assumendosi un tipico rischio finanziario e, cioè, il rapporto fra la solvibilità della banca depositaria, nel caso di somme eccedenti i 100.000 euro, e il rendimento offerto per un certo periodo di tempo). Del resto le linee guida ESMA del 26 Novembre 2015 (che si applicheranno con l’entrata in vigore della MiFID II), relative alla individuazione dei prodotti complessi che non possono esser oggetto del servizio “execution only”, includono alcuni *depositi strutturati*, fra i quali, ad es., quei depositi nei quali il contratto “gives the credit institutions the unilateral right to terminate the agreement before maturity”; oppure sono ritenuti *complessi* quei depositi strutturati nei quali “an exit fee is not a fixed sum”.

Per il profilo che vorrei approfondire, la crisi circa l’individuazione di un PF, quanto meno per l’applicabilità della disciplina di offerta, emerge ogni qual volta l’operazione di investimento si *realizza*, nel senso che la dimensione tipicamente *astratta* di un’operazione di investimento finanziario di massa tramite SF, quale ad es. la sottoscrizione di obbligazioni, quote di fondi, si *materializza* nelle mani

²⁸“Denaro-tempo-denaro” è l’estrema sintesi di cosa possa intendersi per attività (o operazione) finanziaria (oltre che “denaro-spazio-denaro” e “denaro-denaro”), P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Vol. I, Torino, 2012, p. 122; anche se occorre ribadire che tale analisi riguardava soprattutto l’attività finanziaria in relazione all’attività bancaria propriamente detta.

dell'investitore in (traendo spunto da varie Comunicazioni Consob): pietre preziose, vino, posti barca, bovini, etc. In questo senso, cioè quando l'oggetto dell'investimento si *materializza*, si pone il dilemma della centralità della *cosa reale* e del fatto che essa è godibile per *sé stessa*. Ciò perché tutti gli SF regolati nel T.u.f non sono propriamente *cose* che esistono nella realtà materiale *al di fuori del diritto*, come un diamante per l'appunto, ma essi sono soltanto concetti creati dal diritto che non hanno un loro corrispondente nelle realtà materiale.

4. La bipartizione, sulla quale sto per impostare una parte delle riflessioni, fra *reale e concetto* (o *idea di reale*) presuppone l'aver già compiuto una scelta per nulla scontata e cioè, che il reale (non *un* reale) esista a prescindere da schemi concettuali (nel nostro specifico caso, giuridici) che lo *pensino*.²⁹ Coloro che hanno creduto nella esistenza di un "libro della Natura", recante la "veracitas dei" hanno dovuto combattere contro l'*anticipatio mentis*, cioè il pre-giudizio della mente: per svelare la verità occorre la preparazione della mente grazie alla purificazione di tutti i pregiudizi, in modo di metterla in grado di riconoscere la verità manifesta, ossia di leggere il libro aperto della Natura. E' proprio la potente metafora dello *svelamento* che nei secoli è rimasta protagonista: l'uomo teoretico descritto da Nietzsche *denuda* la realtà, nel

²⁹Per uno studio sul ruolo della tecnica nella artificialità della natura IRTI, *L'uso giuridico della natura*, Bari, 2013. LÉVI-STRAUSS, *Il pensiero selvaggio*, Milano 1964, p. 269, ss. DERRIDA, *La scrittura e la differenza*, Torino, 2002, p.359 ss., il saggio *La struttura, il segno, il gioco*, (1966) nel quale è l'analisi al lavoro sulle strutture di Lévi-Strauss, *physis* e *nomos*, natura e cultura, dunque "appartiene alla natura ciò che è *universale* e spontaneo, e non dipende da alcuna cultura particolare né da una norma determinata". Tale bipartizione è *mitica*, fuori dal tempo in senso moderno cioè, del tempo inteso quale *moto rettilineo*, piuttosto che *moto circolare*: "Il corso delle ombre è invece indipendente da lui [dall'essere umano] e annuncia non solo movimenti dovuti al destino ma orbite e rivoluzioni pensabili senza la presenza degli uomini",²⁹ mentre l'orologio meccanico è "la macchina delle macchine" che, sospendendo la forza di gravità grazie ai propri meccanismi di precisione, produce quel tempo intellettuale assolutamente uniformato, quello che per Jünger è il "tempo del Lavoratore", GUERRI, *Ernst Junger*, Milano, 2007, p. 77. JÜNGER, *Il libro dell'orologio a polvere*, 1994, Milano; la clessidra è icona del tempo scandito (ancora) dalla natura, dalla forza di gravità per l'appunto, che richiama la polvere alla terra. L'orologio meccanico, viceversa, controlla la gravità tramite meccanismi di compensazione, così l'uomo crea il tempo a propria immagine. Il concetto di tempo, mi sembra, sia lo strumento per comprendere la profondità e l'influenza di una tale bipartizione.

tentativo di giustificarla.³⁰ Così, Kelsen intende la “realtà”, oggetto di conoscenza scientifica: “soltanto il complesso di accadimenti psico-fisici sottoposti alla legge di causa ed effetto, cioè la natura”, mentre il diritto è altro perché neanche segue il principio di causalità; concetto di natura *esterna* al diritto impiegata da Jhering per concepire la “legge dello scopo”.³¹ Il diritto nomina la realtà *esterna* (la natura), attribuendole rilevanza giuridica. Nell’*aforisma 112 Nietzsche* scrive: “sono indicibilmente più importanti i *nomi date alle cose* di quel che esse sono.”³² Ecco, i *nomi dati alle cose*: le cose senza nome non esistono, oppure non esistono *per l’uomo*. Così uno degli esercizi dello spirito introdotti da Marco Aurelio è quello di nominare le cose dentro di sé, di dirselo per sé stessi. “E’ necessario nominare, è necessario parlare a se stessi, è necessario dirselo”.³³ La *realtà*, intesa quale *fatto* che esiste a prescindere da chi lo

³⁰Cfr. NIETZSCHE, *La nascita della tragedia*, Milano 1977, p.100: “Se infatti l’artista a ogni disvelamento della verità rimane attaccato con sguardi estatici sempre e solo a ciò che anche ora, dopo il disvelamento, rimane velo, l’uomo teoretico a sua volta gode e si appaga nel togliere il velo e trova il suo supremo fine e piacere nel processo di un disvelamento sempre felice, che riesca per forza propria”; perché l’uomo teoretico persegue la finalità di “far apparire l’esistenza comprensibile e per tanto giustificata”.

³¹Cfr. KELSEN, *Lineamenti di dottrina pura del diritto*, Torino, 2000, p. 73; OLIVECRONA, *La realtà del diritto*, Torino, 2000, in particolare il saggio dal titolo *Il diritto come fatto*, p. 94: “La presente esposizione ha l’intento di dimostrare come sia possibile spiegare i fenomeni cosiddetti giuridici come fenomeni empirici, appartenenti cioè al mondo dei fatti, al mondo empirico delle cause e degli effetti”. Principio di causalità che, nel pensiero di Nietzsche, è servito per rendere “perfetta l’immagine del *divenire*, ma non siamo approdati oltre l’immagine, dietro l’immagine (...) E’ sufficiente considerare la scienza come la più fedele umanizzazione possibile delle cose; impariamo a descrivere sempre più esattamente noi stessi, descrivendo le cose e la loro successione”, NIETZSCHE, *La gaia scienza*, Milano 1977. Così che, addirittura, l’“irreversibilità del tempo” (nel moto rettilineo) “fornisce un criterio morale oggettivo.”, ciò che Adorno chiama il “privilegio della priorità”, ADORNO, *Minima Moralia*, Torino 2015, p. 84. Per una critica alla irreversibilità del tempo quale “ordine prima-dopo”, SARTRE, *L’essere e il nulla*, Milano 2014, p. 147 ss.

³²Cfr. NIETZSCHE, *La gaia scienza*, cit., *aforisma 58*, p. 103. “Ma che cos’è poi “reale”? Tirate via da tutto questo, voi sobri, il fantasma e l’insieme degli *ingredienti* umani! Sì, se *lo* poteste! (...) Per noi non ci sono “realtà””. JHERING, *Lo scopo nel diritto*, Torino 2014, p. 43: “Nelle due particelle *quia* e *ut* si rispecchia il contrasto di due mondi: il *quia* è la natura, l’*ut* è l’uomo. Questo *ut* lo rende potenziale signore di tutto il mondo, perché l’*ut* sta a significare la possibilità di un rapporto teleologico tra il mondo esterno e l’io; a questo rapporto non pone limiti né il proprio io, né il mondo esterno.”

³³Cfr. FOUCAULT, *L’ermeneutica del soggetto*, Milano 2011, p. 260 ss., il riferimento è nella trattazione del sapere spirituale, appunto descritto da Marco Aurelio, in opposizione al sapere di conoscenza, che a partire dal XVI sec. ha offuscato il primo.

pensa e, dunque, lo *nomina*, a partire dalla metà del XIX secolo e per buona parte del XX secolo è stato spogliato di oggettività e senza tale caratteristica esso ha perso identità. La sintesi di una tale *deoggettivizzazione* è nell'assunto che non esistono *fatti* ma solo *interpretazione*, "che non c'è accesso al mondo se non attraverso la mediazione ... operata da schemi concettuali e rappresentazioni"³⁴. Il ribelle jungeriano, nello sforzo di penetrare le "segrete dell'essere", impiega tutto sé stesso e in un certo senso diffida della *deoggettivizzazione*: "quando diffida delle valute e si attacca alle cose, dimostra ancora di saper distinguere tra oro e inchiostro tipografico" (mi sembra un ottimo esempio per i temi che tratteremo).³⁵ Così *reale* ed *idea di reale* si rincorrono, come nella celebre vignetta di Thomas Nast, nella quale è ritratto un bambino, al quale viene teso un cartoncino che reca la scritta: "questo è latte per decreto del Congresso" e, a ben vedere, non è molto diverso da un pezzo di carta, seppur munita di filigrana e ologramma, che uno stato *nomina* banconota.³⁶

5.³⁷ E' il diritto che crea la *sua realtà*, il resto è solo un momento di legittimazione di tale *realtà*. Il processo di concettualizzazione giuridica delle *cose reali* è un processo creativo della *realtà del diritto*.³⁸ Per il diritto alcune entità sono *date*: per

³⁴Cfr. FERRARIS, *Manifesto del nuovo realismo*, Bari 2012, p. 20 ss. al quale rimando per una sintetica ricostruzione del pensiero filosofico su questo tema.

³⁵Cfr. JÜNGER, *Trattato del ribelle*, Milano, 2010, p. 56.

³⁶Cfr. DI LUCIA, *Prefazione a*: SEARLE, *Creare il mondo sociale*, Milano, 2010.

³⁷Sarebbe anche interessante, sempre in questa ottica di bipartizione, approfondire il tema dei diritti *naturali*. Ad es. l'articolo 16 del Codice Civile universale Austriaco (1812) per il Regno Lombardo-Veneto (qui in vigore dal 1816): "Ogni uomo ha diritti innati che si conoscono colla sola ragione, perciò egli deve considerarsi come persona. La schiavitù o proprietà sull'uomo (...) non sono tollerati in questi Stati"; art. 17: "Tutto ciò ch'è conforme agl'innati diritti naturali, si avrà per sussistente sino a tanto che non venga provata una legale restrizione di questi diritti". Da notare che negli altri codici preunitari non esiste analoga previsione, dove invece il riferimento è ai "diritti civili", quale letterale conformità alla eccezionale spinta della Rivoluzione francese. Così il Codice Civile di Parma, Piacenza e Guastalla (1820), art. 12: "I diritti civili sono quelli che la legge civile attribuisce allo stato di famiglia"; il Codice Civile per il Regno delle due Sicilie (1819), Capitolo I, "Del godimento dei diritti civili"; il Codice Civile del Regno di Sardegna (1838), art. 18: "Ogni suddito gode dei diritti civili (...)".

³⁸Cfr. JEMOLO, *Ancora sui concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1945, I, p. 133 ss., osservava rispetto al concetto diritti reali ed, in particolare, ad uno dei requisiti *concettuali* di tali diritti e cioè il potere

es.: gli *eventi*, le *cause*, i *frutti naturali* (artt. 947, 1092, 1148 c.c.) o la *cosa*, sono inemendabili³⁹, cioè esistono al di fuori e quindi a prescindere dal concetto di diritto. Il diritto *concettualizza* la *cosa* così creando il concetto di *bene*⁴⁰: “Sono *beni* le *cose* che possono formare oggetto di diritti” (art. 810 c.c.), discernendo in via ipotetica *cose* che possono anche essere *beni*, da *cose* che non lo sono, ma in effetti la proposizione afferma che sono *beni* le *cose* che il diritto stabilisce che lo siano. Il diritto ri-nomina il reale attraverso la *concettualizzazione* della *cosa* in *bene*. Si tratta della porta di accesso al *reale*, quali *cose reali* possono essere concettualizzate dal diritto e, dunque, su quali *cose reali* il diritto esercita il proprio potere. Sono *cose* (quindi fuori dal concetto di diritto): il suolo, il corso d’acqua, la sorgente, gli alberi, le siepi, i laghi, gli stagni, ma anche opere dell’uomo quali i canali, i muri, le case, gli edifici, i cortili. Ove le *cose* realizzano la possibilità enunciata nell’art. 810 c.c., allora esse *sono beni* ed in quanto tali rientrano in un concetto di diritto, così la *cosa* “corso d’acqua” è per il diritto un *bene immobile* e ciò è spiegato nella Relazione del Ministro Guardasigilli al codice civile, paragrafo 387: “La distinzione [beni mobili e beni immobili] è ricondotta al suo significato naturale, abbandonandosi il sistema del codice del

che esclude ogni altro potere eguale o concorrente del soggetto sulla cosa: “non è chi non veda che siamo su un terreno del tutto diverso da quello della classificazione delle scienze naturali, che pur queste non sono in *rerum naturam* bensì costruzioni della mente umana, ma che però fanno riferimento a dati di fatto, ad elementi tangibili. Qui invece si ha un rinvio continuo ad altre categorie (potere, potere immediato, dovere), che sono esse pure, frutto di costruzione intellettualistica...). Così notava FUNAIOLI, *Il codice del popolo italiano*, in *Riv. dir. comm.* 1945, I, p. 23: “Chè l’arte legislativa trasforma la realtà concreta in astratta realtà giuridica; l’arte della interpretazione trasporta la realtà giuridica nella fattispecie della vita reale”.

³⁹La parola *cosa* è impiegata di frequente nel codice civile senza un’attribuzione di significato, salvo le determinazioni della cosa per opera de concetto: cosa mobile, immobile, determinata, perita, deteriorata, futura, legata, giudicata, pignorata, ipotecata, etc.).

⁴⁰Per altri, “pseduo-concetti” con riferimento all’elemento della universalità che dovrebbe caratterizzare il concetto in senso filosofico (salvo poi scrivere sempre di “concetti”), PUGLIATTI, *La logica e i concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1941, I, p. 197 e il conseguente e noto dibattito con JEMOLO, *op. cit.* p. 130, che così apre il suo saggio: “La polemica sui concetti giuridici, in termini variati ma non di sostanziale difformità, pare destinata a riaccendersi a intervalli di tempo...”, ed ancora CALOGERO, *La polemica sui concetti giuridici*, in *Riv. dir. comm.*, 1945, I, p. 112. Per un diverso aspetto la *concettualizzazione* del reale porta anche alla creazione di termini “artificiali”, che possono essere conosciuti soltanto attraverso il diritto; sulla rilevanza della “parole artificiali” e sul modo in cui esse sono conoscibili, v. VYGOTSKIJ, *Pensiero e linguaggio*, Milano 2011, p. 135 ss.

1865... nel quale l'artificiosa nozione degli immobili per destinazione." In effetti, non può essere considerata *naturale* neanche l'impostazione del codice civile vigente, dato che è guidata da categorie del tutto concettuali quali i beni che hanno "importanza sociale" ed i beni di "interesse individuale" (Relazione, paragrafo 811). Proprio in quanto la *cosa* "energie naturali" ha un valore economico essa è un *bene mobile*, nella potente formula dell'art. 814 c.c. "si *considerano* beni mobili le energie naturali".⁴¹ "Si *considerano*" è la chiave ontologica del concetto, che può bene leggersi con "essere" per il diritto, salvo tradire il pudore del concetto rispetto al reale (come se fosse sottinteso: non lo sono realmente, ma si *considerano* esserlo). Il dominio ontologico del concetto è assoluto, esso crea, anche contro la comune percezione del reale, i "beni immateriali" o i "beni immobili vacanti", non in quanto beni immobili che vagano, ma in quanto beni immobili "che non sono in proprietà di alcuno" (art. 827 c.c.) e dunque vagano *per* il diritto; attribuisce un "peso" alla immateriale servitù; "sono frutti *naturali* quelli che provengono direttamente dalla *cosa*", e tali frutti (che sono *cose* che provengono da una *cosa*) sono concepiti quali "*cosa mobile futura*", fino a quando non ne avviene il distacco ed in quanto tali se ne può "disporre" (art. 820 c.c.). Il dominio del concetto è assoluto, così creando, a fronte dei "frutti naturali" (che esistono *al di fuori* del diritto), i "frutti civili" (che esistono solo *nel* diritto).⁴² In effetti, la funzione del consulente tecnico spesso coincide con la necessità del diritto di comprendere la *cosa* fuori da sè stesso e dunque attraverso altri concetti.

⁴¹ Relazione del Ministro Guardasigilli al codice civile 1942, paragrafo 388.

⁴² La medesima metodologia era nel codice civile del 1865, secondo il quale, nuovamente contro la comune percezione del reale, "i conigli, la paglia, lo strame, il concime, i piccioni delle colombe", etc. sono beni immobili per destinazione (ove posti dal proprietario del fondo per servizio al fondo medesimo, art. 413 c.c. 1865; questo era il riferimento nella Relazione del codice civile del 1942 all' "artificiosa nozione" del codice civile del 1865). Oppure, quando un mulino o altri edifici galleggianti destinati ad una fabbrica, si "considerano come formanti una cosa sola" (art. 409 c.c. 1866), nel senso che sono due cose nella realtà, ma una sola cosa nella realtà del diritto. Così come assertivo nella individuazione della "fisica del diritto" l'Art. 406 c.c. 1886: "Tutte le cose che possono formare oggetto di proprietà pubblica o privata, sono beni immobili o mobili". PUGLIATTI, *op. cit.* p. 206, per alcune critiche ai beni immobili per destinazione, con riferimento agli alveari, e l'introduzione del "concetto sostanziale" e "concetto formale". Comunque, credo sia questa la chiave ricostruttiva secondo la quale Grassetti scrive: "Il concetto è reale (di quella sola realtà che può avere; che è appunto realtà ideale), ed ha la sua realtà anche se non corrisponde al dato", *op. cit.* p.212

L'art. 892 c.c. prevede delle distanze per chi vuol piantare alberi o piante presso il confine, le distanze sono diverse a seconda del tipo di albero o di pianta. Ed è così che una siepe di ontano deve essere piantata alla distanza di un metro dal confine, mentre una siepe di robinie a due metri. Non esiste un concetto giuridico "siepe di ontano" o di "siepe di robinie", mentre esiste una classificazione botanica ed un esperto botanico potrà chiarire.

6. In questa prospettiva, i PF non esistono *realmente*, cioè *nella realtà* (come la "siepe di robinie"). Essi sono una costruzione *concettuale*, essi non esistono *fuori* dal concetto ed è dunque solo *nel* concetto che possono essere conosciuti, non esiste altra epistemologia.⁴³ Per conoscere il PF occorre addentrarsi *nel* concetto, osservandone le regole (linguistiche ed interpretative), in quanto l'oggetto non è *dato* e non può essere altrimenti *compreso*, (non è possibile allungare la mano ed "afferrarlo").⁴⁴

Il PF non può essere sperimentato, ma solo conosciuto attraverso le modalità nelle quali esso è, cioè per iscritto in un documento. Il PF esiste in quanto *scritto*; il PF può certamente anche essere *descritto*, la differenza è sostanziale. L'essere del PF è *scritto* in una parte del prospetto, negli allegati ai modelli ISDA, in una parte del regolamento di emissione, in alcune parti di uno statuto, etc. Mentre può essere *descritto*

⁴³Scrivendo Jemolo con riferimento al concetto di diritti reali, JEMOLO, *op. cit.* p. 133: "Tanto è vero che una persona ignara di diritto e così del portato della tradizione giuridica, ma che viva nella nostra civiltà e ne senta in pieno le esigenze economiche e sociali, non si renderà mai conto di una differenza profonda che passi tra il diritto di abitazione, diritto reale, e la locazione, sia pure trentennale, diritto di obbligazione, come non renderà conto che quelle realtà sociali così diverse che corrispondono ai nomi di locazione d'immobili, di cose mobili, di servizi, siano sottospecie di una medesima *species*, mentre ad es. il comodato sia *species* diversa dalla locazione di cose" . WITTGENSTEIN, *Ricerche filosofiche*, Torino 1999, p. 32 ss., impiegando un gioco linguistico di Wittgenstein, non sarebbe possibile ("utile" a fine di conoscenza) la proposizione "questo è un PF", perché l'impiego del pronome "questo" è legittimo in quanto è sufficiente un gesto ostensivo verso il *portatore* (cioè, in senso generale, l'oggetto verso il quale il gesto è diretto), che nel nostro caso sarebbe come dire "questo" accompagnato dal gesto ostensivo verso un *documento* nel quale è *scritto* il PF. Ma quale conoscenza del PF potrebbe produrre l'abbinamento di "questo" più il gesto ostensivo verso il documento?

⁴⁴*Perceptio e comprehensio*, come impiegati da AGOSTINO, *Contro gli accademici*, Milano 2005 (tit. orig. *Contra Academicos*), nei vari passaggi nei quali il dialogo è incentrato su Zenone e la teoria della conoscenza.

in un messaggio pubblicitario, in altre parti dei suddetti documenti, in una raccomandazione del consulente. In quei documenti nei quali il PF è scritto (e che definiscono l'essere del PF) non si può dire che è *scritto* bene o male, perché significherebbe dire che è una cosa o è altra cosa. Mentre quando il PF è *descritto*, esso può essere descritto bene o male, a seconda della fedeltà della descrizione rispetto al PF. La logica della descrizione implica che essa non produce effetti sull'essere del PF. Mentre la logica dell'essere implica che ogni minima variazione incide sull'essere del PF. Così, la *sommatoria descrizione* di un PF strutturato in un messaggio pubblicitario, implica che essa possa o meno riportare fedelmente alcuni dati essenziali del PF, ma per quanto la descrizione possa essere infedele, non muta l'essenza del PF. Viceversa, se nelle condizioni definitive di offerta (dove è *schematicamente scritto* il PF), invece di x% è *scritto* y%, allora è mutato anche il PF.

7. Alla luce del ragionamento che stiamo sviluppando, la classificazione del T.u.f. può confondere, se non analizzata, in quanto l'ampia coincidenza fra PF e SF, può essere fuorviante. Infatti, molti titoli, valori, quote, non sono *propriamente* PF, bensì documenti *rappresentativi* di PF; essi sono emessi con lo scopo di agevolarne la circolazione o rendere il PF negoziabile e uniforme in modo che l'operazione di investimento possa essere frammentata in unità e negoziata in un sistema multilaterale. Ma l'indagine circa il concetto di PF non conduce ai documenti che lo *rappresentano*, ma al documento nel quale il PF è scritto, cioè dove è definito l'essere PF. In alcuni casi vi è coincidenza (ad es. un certificato di deposito bancario o buoni postali) ed in questo caso l'essere del PF è scritto in quel titolo. Ma in molti altri casi non vi è una tale coincidenza.

Il T.u.f. stabilisce, ad esempio, che i titoli di debito sono PF. Ma i titoli di debito, poniamo obbligazioni quotate in un mercato regolamentato e dunque forme *dematerializzate* in assoluto (cioè, che non sono state accentrate dal gestore, ma nascono dematerializzate), *non sono*, secondo la nostra lettura PF, nel senso che non è in quella scrittura contabile, registrata dalla società di gestione accentrata nel conto

dell'emittente, con un dato ISIN, che è l'essere PF. Perché l'essere PF è scritto nel documento denominato "Condizioni Definitive", che è complementare al prospetto. Il soggetto emittente, quando richiede l'ammissione del titolo di debito al mercato, compila un modello (tipo il modello denominato "MT 265").⁴⁵ In tale modello ci sono alcune indicazioni che riguardano il titolo per il quale è richiesta la quotazione, fra le quali: tipologia (in questo caso "obbligazioni ed altri titoli di debito negoziabili in un mercato regolamentato"), convenzione del calcolo rateo, data di validità del titolo, totale dei titoli, legge che regola l'emissione, trattamento fiscale, la classificazione dello strumento finanziario, vincoli di trasferibilità. In allegato al modello MT 265, "il regolamento, le *term-sheet*, il prospetto di quotazione, l'*offer circular*". Difatti, l'essere del PF è scritto nell'allegato cioè, nelle Condizioni Definitive. Oggi, tramite la circolazione dei titoli dematerializzati, le scritture contabili *rappresentano* un dato titolo (attraverso il codice ISIN), ma per conoscere le caratteristiche del titolo (l'essere PF) occorre cercare altrove, cioè nei documenti nei quali quel titolo è scritto. Se per assurdo, tutte le scritture contabili gestite in modo accentrato dovessero svanire, vi sarebbero insormontabili problemi di circolazione e di titolarità (sormontabili ove fossero rimaste integre le scritture degli intermediari attraverso i quali sono registrate le operazioni di acquisto e vendita della propria clientela), ma non svanirebbe pure il PF, esso è nel documento ed è rappresentato nel bilancio dell'emittente, che resterebbe debitore per tutti i titoli emessi e sottoscritti (anche se non sarebbe immediato rintracciare i creditori). Allora, occorre cercare nei documenti nei quali è scritto il PF (cioè, l'essere del PF) e le Condizioni Definitive di offerta è certamente uno fra i documenti più importanti.

8. Le Condizioni Definitive sono un documento che segue al deposito di altri documenti, ai quali è collegato anche tramite rinvii, quali il documento di registrazione ed il prospetto base (che può indicare genericamente diverse emissioni). Si

⁴⁵Per una analisi sistematica del rapporto fra dematerializzazione, documento e titoli di credito, LENER - SPADA, *Dei titoli di credito*, in *Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, cit. p. 151 ss.

tratta di un documento relativamente breve, se comparato al prospetto, nel quale sono indicate le condizioni di uno specifico PF che si intende offrire. Infatti, mentre la denominazione di un PF e le sue generiche caratteristiche possono essere indicate nel prospetto, è nelle Condizioni che è scritto l'essere del PF, nella sezione denominata "Informazioni riguardanti gli strumenti finanziari da offrire/quotare – termini e condizioni" e nella sezione "Condizioni dell'offerta". Si tratta in genere di circa sei pagine, l'essere del PF deve essere ricercato qui. Le voci informative sono indicate nei vari allegati al Regolamento UE n. 809/2004 (dipende per quale titolo e per quale importo), non tutte le voci riguardano l'essere del PF (per es. le voci riguardanti il responsabile del collocamento, i collocatori, altri soggetti partecipanti all'offerta, data di stipula degli accordi di collocamento, etc.). Le informazioni sono genericamente predisposte su due colonne parallele, a sinistra la voce informativa, a destra lo specifico contenuto informativo, si tratta dunque di una esposizione schematica dei contenuti informativi che definiscono l'essere del PF.

Le voci informative rilevate in varie Condizioni Definitive e ristrette alla qualifica dei PF possono essere del seguente tenore: tipologia del PF (es. obbligazione a tasso variabile); status delle obbligazioni (senior), codice ISIN, numero delle obbligazioni, valore nominale, ammontare nominale, data di emissione, data di godimento, prezzo di emissione, prezzo di sottoscrizione, durata, data di scadenza, rimborso anticipato, cedola a tasso variabile (es. Euribor 3 mesi), oppure descrizione del parametro di riferimento (es. Tasso Euribor tre mesi calcolato a cura di EMMI tramite *Calculation Agent* GRSS), formula del calcolo del tasso lordo di ogni cedola variabile, data di rilevazione del parametro di riferimento (es. quarto giorno di apertura del sistema TARGET2 antecedente la data di decorrenza di ciascuna cedola variabile), margine, *floor*, *cap*, periodicità delle cedole, base di calcolo, periodicità di pagamento degli interessi variabili e numero delle date di pagamento degli interessi variabili per ogni anno (n) (es. Trimestrale – n=4); per altra tipologia di PF, come i *certificates*, possono essere presenti voci informative sul valore di riferimento iniziale (es. il livello di chiusura dell'indice S&P GSCI *Crude Oil Excess Return* alla Data di Determinazione), livello

di *Bonus* (es. pari al prodotto fra la Percentuale *Cap* e il Valore di Riferimento Iniziale), percentuale *Cap*, livello barriera (es. x% del Valore di Riferimenti Iniziale), formula per il Calcolo dell'Importo di Liquidazione, etc. Quasi tutte le voci informative sono poi definite, a loro volta, nel prospetto base.

Secondo quanto prospettato, l'essere del PF altro non è che l'insieme delle suddette informazioni. Un primo rilievo riguarda la natura *tecnica* delle informazioni e, di conseguenza, del linguaggio impiegato. Non si tratta propriamente di un testo analogo a quello contrattuale, oppure di uno statuto o di un regolamento. Si tratta di informazioni schematizzate, nel senso che esse sono esposte singolarmente e non in una dinamica discorsiva cioè, non v'è molto spazio per la costruzione della frase (per altro a volte assente), per la decorazione linguistica. L'esposizione tecnica del PF esalta il dato, nella sua essenza, perché ciò che è oltre il dato è superfluo, anzi potenzialmente dannoso per la precisione, dunque la definizione, dell'essere del PF. Così "l'arrotondamento del tasso lordo di ogni cedola variabile" (voce informativa) è "0,01% più vicino" (contenuto informativo). In queste circostanze, la logica dell'essere, rispetto alla logica della *descrizione*, è necessariamente avara di parole pur essendo ricca di significato. L'equilibrio fra l'essenza del dato ed il superfluo è la chiave per limitare l'interpretazione. Perché l'interpretazione, nella logica dell'essere, ha un effetto sull'essere del PF un dato PF, o altro PF. Il "resto" (rispetto al dato) riguadagna spazio quando la tecnica si scolora. Così nelle "modalità di adesione" l'informazione è resa riprendendo una più consona dinamica linguistica, pur con andamento incerto: "mediante contratti conclusi fuori sede. E' previsto il diritto di recesso. L'investitore, entro 7 (sette) giorni di calendario decorrenti dalla data di sottoscrizione dei contratti conclusi fuori sede, ha facoltà di comunicare il proprio recesso (...)". Su questi presupposti, maggiore sarà la qualità tecnica del linguaggio dell'essere del PF, minori (pur se sempre possibili) le variabili interpretative e, dunque, meno mutevole l'essere del PF inquadrata in dati tecnicamente corretti e precisi. Gli spazi interpretativi non sono necessariamente ridotti a seconda della lunghezza del testo, ma dalla sua qualità (tecnica).

Mentre il contenuto dell'informazione tende all'esposizione del dato come sino ad ora ricostruito, la voce informativa spesso è definita nel prospetto base (solitamente nella sezione "Glossario") e può indugiare in una forma espressiva un po' più discorsiva, seppure sempre tecnica. A volte il rinvio è inutile (cioè, non specifica ulteriormente il definito). Ad es. la voce informativa "Valore Nominale" impiegata nelle Condizioni Definitive, è a sua volta definita nel prospetto base: "il valore nominale delle Obbligazioni"; oppure la "Data di Emissione" è definita: "la data di emissione delle Obbligazioni, come specificata nelle Condizioni Definitive". Altre volte, invece, la definizione non ripete solo la voce informativa definita; così "Floor" significa: "Il tasso al di sotto del quale il valore della cedola a tasso variabile o legata alle variazioni dell'Indice dei Prezzi al Consumo cui è applicabile non può scendere"; oppure semplicemente si rinvia al contenuto informativo, così il "Giorno Lavorativo" è "qualsiasi giorno di calendario che soddisfi i requisiti di volta in volta specificati nelle Condizioni Definitive".

Le voci informative non ulteriormente definite o definite per rinvio (e allora le relative definizioni) ed i contenuti informativi, sono gli elementi che tutti insieme compongono l'essere di un PF. Le voci informative sono la forma tecnica del PF, i contenuti informativi qualificano l'essenza di un dato PF all'interno di quella forma tecnica. Chiunque volesse conoscere l'essere del PF non potrebbe che leggere tali informazioni, qualsiasi altra informazione o non sarebbe pertinente o sarebbe solo *descrittiva* del PF. Così sono descrittivi i messaggi pubblicitari, tutte quelle parti del prospetto base che si riferiscono alla denominazione del PF o ad alcune sue principali caratteristiche, così i documenti che riportano solo le informazioni chiave, così colui che collocando il PF lo descrive (più o meno) sommariamente al cliente. Nella logica della *descrizione* i PF potranno essere descritti bene o male (cioè, più o meno fedelmente rispetto all'essere del PF), ma non incideranno sulla essenza del PF.⁴⁶

⁴⁶Analogo ragionamento può essere esteso ai *Master Agreement* predisposti dall'ISDA, l'essere del PF derivato, rispetto all'intero materiale contrattuale, è solitamente in un paio di pagine in allegato dove sono schematizzate le informazioni sull'essere del derivato.

9. *Semplificare* il linguaggio tecnico dell'essere del PF, nel senso di renderlo accessibile ai non-tecnici, significa allontanarsi dai precisi codici tecnici tanto più si intende allargare i destinatari dell'informazione (e dunque impiegare un codice linguistico non-tecnico e maggiormente diffuso). Però, all'interno della logica dell'essere (che applichiamo alle informazioni sull'essere del PF) ogni minimo scostamento dal codice tecnico comporta una possibile variazione dell'essere del PF (quindi la sua natura). In altri termini, la *semplificazione* (nel senso sopra indicato) del linguaggio tecnico dell'essere del PF non implica (non può implicare) una semplificazione *del* PF, bensì implica (necessariamente) la confusione sull'essere del PF.⁴⁷ Al di fuori della logica dell'essere e all'interno della logica della *descrizione* vi sono, invece, ampi spazi per la *semplificazione* del linguaggio (ormai mantra della regolamentazione del settore). Bisogna però essere consapevoli che anche in questo ambito, semplificare le informazioni per renderle maggiormente fruibili, in realtà significa, in genere, discostarsi sempre di più dall'essere del PF, proprio nel momento in cui il cliente fa affidamento su quelle informazioni per decidere se investire o meno in un dato PF. E' infatti chiaro che il cliente non può comprendere l'essere del PF, cioè non ha i mezzi per accedere al linguaggio tecnico nel quale sono espresse le informazioni caratterizzanti l'essere del PF. A fronte della precisione tecnica circa l'essere del PF avremo, però, un crescente livello di incomprendibilità dell'essere del PF per il cliente al dettaglio (destinatario del PF). Su queste basi, il cliente al dettaglio logicamente non è in grado di comprendere il PF nel quale investe, se non quale risultato della *semplificazione* avvenuta tramite il linguaggio descrittivo che, in quanto tale, è sempre indiretto rispetto al PF. Il ragionamento fin qui esposto conduce, mi sembra, ad un paradosso: i PF sono offerti al pubblico, ma quasi tutto il pubblico non può comprenderle l'essere del PF, se non indirettamente attraverso il *semplificato* linguaggio descrittivo che, come vedremo, descrive sempre meno il PF e sempre più il rischio finanziario.

⁴⁷E' come se si volesse *semplificare*, ad es., il Teorema di Pitagora, spiegandolo senza impiegare termini tecnici quali: *triangolo rettangolo, cateto, ipotenusa*.

10. Preso atto, quanto meno secondo quanto proposto, che l'essere del PF non è comprensibile (mi si passi il termine) *per definizione*, dovremo anche prendere atto che il cliente al dettaglio investe senza conoscere l'oggetto diretto dell'investimento, affidandosi sostanzialmente alla *descrizione* del PF (tramite messaggi pubblicitari, attività di consulenza più o meno generica, documenti informativi più o meno sintetici, schede prodotto, etc.). Questa notazione, in generale, dovrebbe destare qualche perplessità. Perché significherebbe pacificamente ammettere che anche l'oggetto del contratto (o dei contratti conclusi per svolgere l'operazione di investimento), *non è per definizione* (secondo i parametri sopra esposti) *comprensibile* ad una parte e, dunque, porsi il problema del contenuto della consapevolezza della scelta effettuata dal cliente. Innanzi a tale paradosso la strada, come abbiamo visto, non può essere quella di semplificare l'essere del PF, mentre è già stata battuta senza troppo successo la semplificazione della *descrizione* del PF. Credo che la strada sia quella di spostare la consapevolezza del cliente sull'oggetto dell'operazione di investimento, cioè sul *rischio finanziario* (che come vedremo a breve può essere espresso in modo da risultare comprensibile ed assolutamente accessibile al cliente). Perché, sostanzialmente, l'oggetto di una operazione di investimento non è l'acquisto o la sottoscrizione di un PF, ma l'assunzione di un *rischio finanziario* (temporaneamente ospitato in un PF). Lo scenario della normativa primaria e secondaria legata all'esecuzione della MiFID II muovono decise in questa direzione e, cioè, verso l'emersione e la centralità del *rischio finanziario* assunto dal cliente, quale elemento essenziale per una scelta consapevole. Che un PF sia solo il temporaneo portatore di un rischio finanziario, è ormai chiaro non solo grazie ad una riflessione su cosa sia un'operazione di investimento (spunti di questo tenore furono già avanzati al tempo delle prime gestioni patrimoniali),⁴⁸ ma è confermato dal dato normativo (come già visto per gli strumenti emessi dagli organismi collettivi ed a breve per i PRIIPs).

La normativa sulla trasparenza, quanto meno da quando è stato promulgato il T.u.f., ha sempre menzionato il rischio relativo ad un certo PF quale informazione che

⁴⁸Cfr. P. FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 44

deve essere resa all'investitore (come, sporadicamente, all'interno di qualche prospetto di offerta al pubblico di titoli di debito sono già apparsi gli scenari probabilistici). Ma si è trattato di un'informazione (seppur rilevante) parificata, in termini di disciplina, alle altre informazioni oggetto di trasparenza. Il Regolamento UE n. 1268 del 2014 e, soprattutto, gli standard tecnici dell'ESA del 31 marzo 2016 ("ST") (seppure in versione non ancora definitiva) pongono il *rischio* al centro delle informazioni chiave rese nel KID.⁴⁹ Anzi, tolte alcune informazioni chiave "generalì" sui dati dell'emittente e la sommaria *descrizione* del PF, la quasi totalità delle informazioni chiave del KID sono: *l'indice sintetico di rischio/rendimento* (letteralmente negli ST *summary risk indicator "SRI"*), *gli scenari probabilistici* e *l'impatto dei costi totali* sui rendimenti attesi (il tutto rapportato a tre diversi periodi temporali legati alla durata dell'investimento).⁵⁰

11. La bozza di ST è una fonte importante per comprendere l'impostazione del KID. Abbiamo evidenziato come la dimensione delle informazioni chiave (ad es. rese nell'attuale KIID), già ristretta rispetto alle più ampie informazioni oggetto della disciplina della trasparenza, sia stata ulteriormente ristretta nella disciplina del prossimo KID, nel quale, più che le parole (ormai "nemiche" della trasparenza) sono i numeri e gli indici, così come si legge a pagina 6 degli ST: "one of the key challenges faced in preparing the draft RTS was summarising a wide range of different risk profiles within a single 'summary risk indicator' (SRI). The ESAs have identified market and credit risk as the major factors of risk that need to be reflected in this indicator, alongside liquidity risk."; p. 11: "The information provided to retail investors should enable those investors to understand and compare the risks associated with investments in PRIIPs so that they can make informed investment decisions." L'indice SRI, la cui metodolo-

⁴⁹Infatti, la Risoluzione del Parlamento UE, 5 settembre 2016 (ed anche una seconda Risoluzione del 1 dicembre 2016), raccomanda di rivedere alcuni aspetti che riguardano gli scenari probabilistici, alcuni "alert" del KID e metodologie sul rischio di credito.

⁵⁰Sulla utilità degli scenari probabilistici, ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio"*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 6, 2016.

gia matematica è indicata negli allegati degli ST, sintetizza in una scala da 1 a 7 tre tipologie di rischio legate all'*operazione di investimento*: di mercato, di credito e di liquidità. L'indice SRI deve essere accompagnato da una "narrow explanation" (per altro quasi interamente prevista negli ST) e, subito sotto l'indice SRI, è indicato "the time frame of the recommended holding period".

Oltre all'indice SRI nel KID devono essere resi anche gli scenari di *performance* in tre modalità: "unfavourable, moderate and favourable scenario", anch'essi rapportati ai diversi "holding periods" (il modello per il calcolo dello scenario è previsto negli allegati degli ST). Il terzo aspetto sono i costi totali dell'operazione ed il loro impatto sulla *performance* dell'operazione, impatto che deve esser rappresentato sia in percentuale che in "monetary units". E' indicativo che le voci di possibili costi relativi all'operazione, di cui tener conto, sono più di 40 e devono essere sintetizzati in un "summary cost indicator of the PRIIP" che è "the reduction of the yield due to total costs". Quindi, il cuore delle informazioni chiave nel KID sono tre indici: SRI, scenario di performance, indice dell'impatto dei costi totali sui rendimenti attesi (in generale, *rischio finanziario*).

12. L'operazione di investimento di natura finanziaria ha per oggetto l'assunzione di un *rischio finanziario*. Questo aspetto ha nel tempo trovato uno specifico rilievo normativo. Il *rischio finanziario* è oggi regolato in un documento che, la normativa comunitaria, definisce di carattere precontrattuale (il KID). Una tale classificazione è in linea con l'impostazione da tempo adottata per le informazioni chiave. La struttura dell'intera operazione di investimento poggia sulla *consapevolezza* dell'assunzione del *rischio finanziario*, in questo senso mi sembra che l'obbligo di consegna del KID al cliente debba rivestire una rilevanza imperativa, in quanto senza di esso il cliente non può essere consapevole del rischio che assume e, quindi, l'*oggetto* dell'operazione di investimento sarebbe assolutamente *indeterminato*. In altri termini, non credo che la mancata consegna del KID possa essere agevolmente inquadrata come una "regola di comportamento", nel senso che il KID, dunque il *rischio*

finanziario, è la componente *strutturale* dell'operazione d'investimento che, se non portata a conoscenza del cliente con le debite modalità, renderebbe *non valida* l'operazione. In assenza di consapevolezza del *rischio finanziario* assunto, il consenso del cliente non avrebbe oggetto sul quale essere diretto. Certamente, la disciplina specifica del *rischio finanziario* è oggi prescritta solo per alcuni PF e per alcuni servizi di investimento e, dunque, le conclusioni che ho proposto sono contingenti. La centralità del *rischio finanziario*, quale essenza della scelta consapevole, emerge anche dalla circostanza che il PF (mi riferisco alla disciplina della MiFID II) sarà *a priori tipizzato* per un certo tipo di cliente. E non si tratta della distinzione fra cliente professionale e cliente al dettaglio, ma della distinzione fra tipologie di rischio che un certo cliente ideale potrà assumersi. Si tratta dell'astrazione del rischio finanziario: cioè, l'ideatore del PF ipotizza alcune categorie di rischio in relazione ad alcune tipologie di clientela. L'individuazione del *rischio finanziario* offerto anticipa la reale identificazione del cliente, egli, in un certo senso, è "profilato a priori" dall'ideatore del PF, perdendo così di centralità le esigenze di ogni singolo cliente (seppur esse siano mai state realmente rilevanti nella loro specificità, ove non catalogate in classi generiche di rischio). Così, sostanzialmente, cristallizzando il tipo-cliente ed il tipo di rischio. Insomma, tutto è in funzione del *rischio finanziario*.

Non (mi) nascondo come esistano diverse questioni sulle quali ho mancato di approfondire. Ad es. il rapporto fra *operazione d'investimento* e *contratto*. Non sfugge che mentre la nullità del contratto è regolata dalla legge è avventato accostare la *nullità* al concetto di *operazione*. Credo sia un accostamento fuorviante nel caso si ritenesse di poter estendere la disciplina della nullità del contratto così semplicemente all'*operazione di investimento*. Penso, poi, a come possa essere ricostruita in termini giuridici la *finalità* dell'operazione e la sua rilevanza. E' noto che la Banca d'Italia ha già impostato così il tema dei prodotti composti (finalità bancaria o finalità

d'investimento del prodotto composto al fine di stabilire la disciplina applicabile).⁵¹

Mi sembra che la ricostruzione in termini giuridici dell'*operazione (di investimento)* sia un tema attuale. Probabilmente, in un'epoca dominata dalla normativa comunitaria (ormai molta parte di questa normativa è direttamente applicabile e non si tratta solo dei Regolamenti, ma anche ad es. degli "standard tecnici" e delle linee guida, cioè regole sempre più *tecniche* e meno "giuridiche"), riterrei essere necessario ricostruire alcuni rapporti giuridici (anche) sforzandosi di comprendere termini percepiti come meno tecnici e generici, quali per l'appunto *operazione d'investimento e finalità* dell'operazione, etc. Perché essi sono termini flessibili, in un certo senso "neutri" che, ove si riuscisse ad inquadrarli in ottica giuridica, potrebbero essere in grado di cogliere fenomeni sfuggenti, mutevoli e, soprattutto, fenomeni regolati sin dall'origine da un legislatore "straniero".

Alberto Lupoi

*Associato di diritto dell'economia
nell'Università di Padova*

⁵¹Sul punto specifico sia consentito rimandare al mio, *Trasparenza e correttezza nelle operazioni bancarie e di investimento (note alle istruzioni della Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Contr. Impr.*, 2009, p. 1252

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**SENTENZA DEL TRIBUNALE
AMMINISTRATIVO REGIONALE PER IL LAZIO**

del 7 gennaio 2017 n. 166

sul ricorso numero di registro generale 153 del 2016, integrato da motivi aggiunti, proposto da:

FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA, in persona del rappresentante legale pro tempore, rappresentata e difesa dall'avv. Fabio Merusi, presso il cui Studio è elettivamente domiciliata in Roma, Corso Vittorio Emanuele II, n. 18;

contro

BANCA D'ITALIA, in persona del Governatore pro tempore, rappresentata e difesa dagli avv.ti Marco

Mancini, Monica Marcucci e Donato Messineo dell'Avvocatura dell'istituto, presso la cui sede è

elettivamente domiciliata in Roma, Via Nazionale, n. 91;

MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, in persona del Ministro pro tempore, rappresentato e difeso dall'Avvocatura generale dello Stato, presso la cui sede domicilia per legge in Roma, Via dei Portoghesi, n. 12;

nei confronti di

NUOVA CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA S.p.a., in persona del legale rappresentante pro tempore, rappresentata e difesa dagli avv.ti Luca Raffaello Perfetti, Giuseppe Rumi, Silvia Romanelli e Massimo Merola ed elettivamente domiciliata presso lo Studio Bonelli Erede in Roma, Via Salaria, n. 259; FONDO INTERBANCARIO PER LA TUTELA DEI DEPOSITI, CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA S.p.a., FONDO DI RISOLUZIONE NAZIONALE PRESSO LA BANCA D'ITALIA, in persona dei rispettivi rappresentanti legali pro tempore e BLANDINI Antonio, in qualità di Commissario speciale della Cassa di Risparmio di Ferrara, non costituiti in giudizio;

e con l'intervento di

ad adiuvandum:

CODACONS-Coordinamento delle associazioni e dei comitati di tutela dell'ambiente e dei diritti degli utenti e dei consumatori, in persona del legale rappresentante pro tempore, rappresentato e difeso, anche disgiuntamente, dagli avv.ti Carlo Rienzi e Gino Giuliano ed elettivamente domiciliato presso l'ufficio legale nazionale del CODACONS in Roma, Viale Giuseppe Mazzini, n. 73;

... omissis

16. – Tanto preliminarmente chiarito in ordine agli atti di intervento e venendo all'esame delle censure dedotte dalla Fondazione ricorrente, ritiene il Collegio che nell'ordine logico delle questioni lo scrutinio debba avviarsi con il completo esame della questione concernente la formazione del silenzio assenso da parte della Banca d'Italia nonché da parte della Banca centrale europea nell'ambito della procedura di autorizzazione, in favore del Fondo interbancario di tutela dei depositi, a sottoscrivere l'aumento di capitale di CARIFE per come deliberato dall'Assemblea dei soci in data 30 luglio 2015, coinvolgente tre tipologie di domande: 1) di annullamento degli atti della procedura di risoluzione per l'illegittimità degli stessi provocata dall'intervenuta formazione del silenzio assenso, quale circostanza nuova che rende inesistente lo stato di dissesto della banca e quindi esclude in radice che sussistano i presupposti per procedere alla risoluzione di CARIFE; 2) la domanda di annullamento del silenzio rifiuto formatosi sulla istanza formulata alla Banca d'Italia dalla Fondazione ricorrente in ordine all'obbligo di esercitare il potere di dichiarare la decadenza di tutti gli atti della procedura di risoluzione a causa dell'intervenuto aumento di capitale; 3) la domanda di accertamento dell'inadempimento di Banca d'Italia inerente alla mancata adozione di provvedimenti a seguito dell'istanza presentata il 1° giugno 2016 dalla Fondazione ricorrente e di condanna ad adottare, ai sensi dell'art. 31, comma 3, c.p.a. gli atti di invalidazione della procedura di risoluzione.

Successivamente potranno scrutinarsi gli ulteriori motivi dedotti al fine di ottenere l'annullamento degli atti della procedura di risoluzione di CARIFE impugnati dalla Fondazione.

17. – Come è stato rappresentato dalla Fondazione ricorrente fin dal ricorso introduttivo

(con sequenza poi riproposta nei successivi mezzi di impugnazione), era avvenuto che:

a) in data 30 luglio 2015 i Commissari della Cassa di Risparmio di Ferrara in amministrazione straordinaria convocavano una assemblea straordinaria degli azionisti nel corso della quale veniva proposto l'aumento del capitale sociale della banca con sottoscrizione a favore del Fondo interbancario di tutela dei depositi;

b) la Fondazione oggi ricorrente, in qualità di azionista di maggioranza della CARIFE e quindi determinante per l'approvazione della delibera proposta dai Commissari straordinari richiedeva ed otteneva l'autorizzazione alla sottoscrizione da parte del Ministero vigilante (il MEF);

C) a questo punto, ai sensi dell'art. 19 TUB, in ragione dell'entità della quota di partecipazione che veniva a determinarsi con la sottoscrizione dell'aumento di capitale, veniva presentata istanza per ottenere l'autorizzazione della Banca d'Italia, previo parere favorevole della Banca centrale europea, per come previsto dagli artt. 4 e 15 del regolamento UE 15 ottobre 2013 n. 1024;

D) da quel momento in poi non seguiva l'espressione dell'atto di autorizzazione né del parere di BCE di

talché, posto che la Banca d'Italia, nelle istruzioni regolamentari interne, disciplinando il procedimento in questione ne prevede la conclusione entro sessanta giorni e che tale termine deve farsi decorrere dalla data del 22 ottobre 2015, per come specificato dalla Banca d'Italia nella comunicazione trasmessa al Fondo interbancario di tutela dei depositi (atto prodotto in giudizio) con la specificazione che "(...) in mancanza di espresso rigetto entro lo stesso termine, l'istanza è da intendersi accolta", in data 22 dicembre 2015 deve ritenersi formato il silenzio assenso sulla richiesta di autorizzazione (indipendentemente dall'espressione del parere della BCE);

E) in contrasto con quanto sopra, in data 21 novembre 2015, la Banca d'Italia dava avvio alla procedura di risoluzione Banca;

F) in data 1 giugno 2016 la Fondazione ricorrente presentava istanza alla Banca d'Italia perché adottasse i provvedimenti conseguenti alla formazione del silenzio assenso sull'autorizzazione alla sottoscrizione dell'aumento di capitale, alla quale non veniva dato seguito.

La Fondazione ricorrente sostiene che non poteva darsi avvio alla procedura di risoluzione di

CARIFE perché era in corso il procedimento, poi conclusosi con la formazione del silenzio assenso, volto a dare efficacia alla procedura di aumento di capitale della banca che avrebbe provocato l'insussistenza del presupposto del "grave dissesto" necessario per l'applicazione dell'istituto della risoluzione a mente del d.lgs. 180/2015: la Fondazione ha quindi chiesto alla Banca d'Italia, con istanza del 1° giugno 2016, di intervenire, anche in sede di autotutela, per determinare in via provvedimentale le conseguenze giuridiche discendenti dall'autorizzazione implicita (o per silentium) all'aumento del capitale sociale. L'inerzia di Banca d'Italia su tale istanza ha condotto la Fondazione ricorrente a formulare domanda di accertamento (e di conseguente condanna) da parte del Tribunale in ordine all'obbligo di Banca d'Italia di esprimersi sulle richieste formulate dalla Fondazione medesima, ai sensi degli artt. 31 e 117 c.p.a..

... *omissis*

Orbene appare nella specie francamente difficile poter fare applicazione degli istituti e dei principi di semplificazione recati dalla legge 7 agosto 1990, n. 241, il cui perimetro di applicazione soggettiva, ben individuato nell'art. 29 della legge stessa (nella versione esitata dalla modifica sostitutiva di cui all'art. 10 della legge 18 giugno 2009, n. 69), definisce in modo netto la platea dei soggetti che debbono rispettarne le disposizioni, nell'esercizio del potere autoritativo, quanto meno quali misure minime di garanzia del rispetto dei livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali che devono essere garantiti su tutto il territorio nazionale ai sensi dell'art. 117, secondo comma, lett. m), Cost.. Se dunque può ritenersi che l'applicazione delle disposizioni della legge generale che disciplina l'esercizio dell'attività amministrativa si indirizza anche all'attività procedimentale della Banca d'Italia, nello stesso tempo non vi sono elementi normativi che consentono di estenderne l'applicazione a procedimenti svolti da Autorità europee, quali la Banca centrale europea. O, quanto meno, tale estensione applicativa dovrebbe rinvenire la sua radice in una previsione normativa espressa che neppure è possibile ricercare nel regolamento UE 15 ottobre 2013 n. 1024, nel cui testo non vi è traccia di riferimenti all'istituto del silenzio assenso, quale conseguenza dell'inerzia mantenuta da BCE in ordine alla richiesta di parere avanzata dalla Banca

d'Italia nel corso del procedimento di autorizzazione di cui all'art. 19 TUB.

19. – Può ora passarsi allo scrutinio del merito delle censure dedotte con i restanti mezzi di impugnazione, tenendo conto che un profilo di illegittimità degli atti con i quali è stata avviata (dalla Banca d'Italia e dal MEF) la procedura di risoluzione rimonta alla duplice circostanza, provocata dall'asserito intervento del silenzio assenso a concludere la procedura autorizzatoria (Banca d'Italia/BCE) necessaria per procedere all'aumento di capitale della CARIFE, evoca nuovamente la rilevanza che, a parere della Fondazione ricorrente, assume il provvedimento favorevole implicito asseritamente formatosi in data 22 dicembre 2015 e la sua ostatività all'avvio o alla prosecuzione della procedura di risoluzione della banca.

Su tale punto il Collegio ritiene giuridicamente convincente quanto viene sostenuto nelle proprie difese dalla Banca d'Italia secondo la quale, in disparte ogni possibile formazione postuma di provvedimenti impliciti per il decorso del termine ultimo di conclusione del procedimento (ammesso e non concesso che all'istituto del silenzio assenso possa darsi validamente luogo in assenza di esplicita previsione normativa contenuta in una fonte primaria, cioè in una legge ovvero in una fonte ad essa equiparata, condizione che nella specie non pare sussistere), al momento in cui la Banca d'Italia ha deciso di dare avvio alla procedura di risoluzione per quattro banche in crisi, tra le quali ha inserito la Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a. in amministrazione straordinaria, in assenza dell'effettiva sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del Fondo interbancario per la tutela dei depositi “nei fatti non ha avuto luogo alcun aumento di capitale, e pertanto il ripristino di adeguati livelli di patrimonializzazione (...) non si è mai realizzato in concreto” (così, testualmente, a pag. 6 della memoria prodotta dalla Banca d'Italia in vista dell'udienza del 4 ottobre 2016).

... omissis

22. - E' dunque evidente che, in tale situazione della CARIFE, già oggetto dell'Amministrazione straordinaria, anche prorogata più volte e con la prospettiva di una crisi di liquidità, con la previsione che la banca non avrebbe potuto essere in grado di pagare i propri debiti alla scadenza, si devono ritenere verificati alla data del 21 novembre 2015 i presupposti per l'avvio della risoluzione.

... omissis

Si deve considerare, infatti, che nelle concrete circostanze di fatto relative alla situazione economica della CARIFE, in amministrazione straordinaria da più di due anni (la proroga era stata concessa dalla Banca d'Italia quale proroga per la chiusura dell'amministrazione straordinaria, per come prevista dall'art. 70, comma 6, TUB) e in mancanza di soluzioni alternative di mercato, la via ordinaria da seguire per l'Autorità di Vigilanza sarebbe stata proprio quella della liquidazione coatta ai sensi dell'art. 80 del TUB. Non a caso la stessa Banca d'Italia nel provvedimento di avvio della risoluzione dà espressamente conto della specifica valutazione dell'interesse pubblico operata proprio al fine di evitare il provvedimento di liquidazione coatta amministrativa, al dichiarato scopo di salvaguardare le funzioni essenziali della banca, effettivamente mantenute, nel caso di specie, con le posizioni di credito in corso, i mutui, i depositi anche non protetti, comunque non colpiti dalle misure di risoluzione del 22 novembre 2015 e alla tutela quindi del territorio in cui era specificamente radicata l'attività della CARIFE, nonché dei posti di lavoro dei dipendenti .

... omissis

24. – Peraltro deve affermarsi, per quel che è qui di interesse ai fini della completa disamina delle questioni prospettate dalla parte ricorrente, che nessun profilo di incompatibilità con la normativa europea si evidenzia nel recepimento della direttiva n. 59 del 2014 per effetto del d.lgs. 180/2015.

... omissis

25. – La Fondazione ricorrente ha anche avanzato il dubbio che nell'ambito della valutazione preliminare all'avvio della procedura di risoluzione di CARIFE, la Banca d'Italia non avrebbe tentato di rinvenire possibili soluzioni alternative alla risoluzione ed in particolare per non aver ritenuto di percorrere la strada dell'intervento del Fondo di tutela dei depositi per come si era concretizzato nell'ottobre del 2015. Sul punto deve considerarsi che l'art. 17, comma 1,

lettera b), del d.lgs. 180/2015 prevede espressamente che le azioni di risoluzione possono essere disposte quando non si possano “ragionevolmente prospettare misure alternative che permettono di superare la situazione di cui alla lettera a) in tempi adeguati, tra cui l’intervento di uno o più soggetti privati o di un sistema di tutela istituzionale, o un’azione di vigilanza, che può includere misure di intervento precoce o l’amministrazione straordinaria ai sensi del Testo Unico Bancario”.

Nel caso della Cassa di Risparmio di Ferrara l’amministrazione straordinaria era stata già disposta e prorogata fino ad un complessivo periodo superiore a due anni, durante il quale erano state tentate alcune soluzioni non andate a buon fine, ad esempio la procedura di aumento di capitale che non aveva avuto esito nel momento in cui la situazione di grave dissesto la banca è emersa in tutta la sua rilevanza.

...omissis

In tale quadro complessivo e nella situazione di urgenza verificatasi per la CARIFE, la Banca d’Italia legittimamente e cautamente ha valutato come non fosse possibile una soluzione alternativa, considerata anche la valutazione complessiva dell’interesse pubblico da ritenersi prevalente in base alla espressa previsione dell’art. 20 del d.lgs. n. 180/2015.

... omissis

28. - Proprio le affermazioni della Corte di Giustizia, nelle recente sentenza sul caso delle banche slovene, e le dimensioni quantitative dell’apporto del Fondo di risoluzione rispetto alle perdite subite da azionisti e obbligazionisti subordinati conducono a ritenere priva di fondamento, altresì, la censura sollevata con riferimento alla violazione del principio comunitario di proporzionalità.

... omissis

28. – La Fondazione ricorrente muove poi, seppur in modo indiretto (avendo sempre quale principale obiettivo di censura gli atti adottati dalla Banca d'Italia e semmai quelli confermativi del MEF), con il terzo mezzo di impugnazione (secondo ricorso recante motivi aggiunti), sospetti circa la legittimità della valutazione provvisoria svolta dalla Banca di Italia e quindi della valutazione definitiva da parte della BDO.

... omissis

E' innegabile che la valutazione della situazione di crisi effettuata seguendo tali stringenti criteri ha comportato nuove svalutazioni tali da determinare un considerevole aggravio delle perdite e che tali svalutazioni sono poi state sostanzialmente confermate dalla valutazione definitiva, elaborata applicando i medesimi criteri di valutazione, ma si è già chiarito come tale impianto sia perfettamente in asse con la strategia comunitaria di prevenzione e risoluzioni delle crisi bancarie, ivi compresa (lo si ripete) l'adozione di criteri particolarmente stringenti da utilizzare nel corso dell'istruttoria della procedura di valutazione provvisoria. In tale solco normativo, già nei dati contabili al 30 settembre 2015 la situazione della CARIFE era tale da denunciare cospicue perdite che non avrebbero comunque consentito agli azionisti e agli obbligazionisti di soddisfare il loro credito in sede concorsuale. La grave situazione della CARIFE è stata poi confermata dalla sentenza del Tribunale di Ferrara del 10 febbraio 2016 n. 7 che ne ha dichiarato l'insolvenza confermando, in particolare anche la legittimità delle stime effettuate sui crediti deteriorati.

...omissis

31. – Quanto alle questioni sollevate circa la non compatibilità costituzionale di numerose disposizioni recate dal d.lgs. 180/2015 con gli artt. 42 3 47 della Carta costituzionale e di riflesso con l'art. 17 della c.d. Carta di Nizza, ad avviso del Collegio tali contestazioni non colgono nel segno.

In proposito va rammentato ancora una volta che la Corte di Giustizia, nella sentenza del 19 luglio 2016 sulle cinque banche slovene, ha espressamente escluso la lesione del diritto di

proprietà e dell'affidamento da parte delle misure che incidono sugli azionisti e sugli obbligazionisti subordinati, in particolare in quanto gli azionisti assumono il rischio dell'investimento e sono responsabili per le passività della banca fino a concorrenza del capitale sociale e i creditori subordinati sono comunque destinati a subire le perdite della banca dopo gli azionisti, ne deriva che le norme del d.lgs. 180/2015 che disciplinano gli interventi di salvataggio così come quelli effettuati nella vicenda della Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a. in amministrazione straordinaria, senza intaccare neppure i depositi non protetti, non si possono ritenere in contrasto con l'art. 47 della Costituzione; né nel caso di specie si può ravvisare una violazione dell'art. 42 della Costituzione, non potendosi configurare in alcun modo una espropriazione nell'operazione di risoluzione prevista dal d.lgs. 180/2015 e posta in essere dalla Banca d'Italia, atteso che le azioni e le obbligazioni subordinate sono titoli di credito, la cui natura e funzione è quella di partecipare alle eventuali perdite della banca.

...omissis

P.Q.M.

Il Tribunale Amministrativo Regionale per il Lazio (Sezione Seconda Quater), pronunciando in via definitiva sul ricorso introduttivo e sui ricorsi recanti motivi aggiunti, come indicati in epigrafe, li respinge.

Respinge la domanda risarcitoria.

Dichiara in parte inammissibili gli atti di intervento ad adiuvandum nei limiti e nei termini di cui in

motivazione.

Spese compensate.

Ordina che la presente sentenza sia eseguita dall'Autorità amministrativa.

Così deciso in Roma nelle Camere di consiglio del 4 ottobre 2016 e del 18 ottobre 2016 con l'intervento dei magistrati:

Leonardo Pasanisi, Presidente

Francesco Arzillo, Consigliere

Stefano Toschei, Consigliere, Estensore

**DI TUTTA L'ERBA UN FASCIO:
IL CASO CARIFE E DELLE ALTRE TRE BANCHE ***

*(Don't lump everything together: the CARIFE
and other three banks cases)*

SOMMARIO: 1. Il fatto. - 2. Le ragioni del TAR Lazio. - 3. Le competenze della Banca d'Italia e della BCE in materia di acquisizione di partecipazioni qualificate. - 4. La verifica delle condizioni richieste per avviare la risoluzione di CARIFE.

1. La sentenza in commento offre l'opportunità di valutare in senso critico i provvedimenti che, nel novembre del 2015, furono assunti dalla Banca d'Italia nei confronti di CariFerrara la quale, unitamente ad altre tre banche in amministrazione straordinaria (Banca Marche, Popolare dell'Etruria e CariChieti), fu sottoposta a risoluzione.

Va subito fatto presente che l'avvio della predetta procedura nei confronti della Cassa di Risparmio di Ferrara¹ è avvenuto nelle more del rilascio delle autorizzazioni previste dall'art. 19 del Testo Unico in materia bancaria e creditizia e dagli artt. 4 e 15 del Regolamento n. 1024 del 2013. In particolare, deve aversi riguardo alla circostanza che, in data 30 luglio 2015, l'assemblea straordinaria della suddetta banca era stata convocata al fine di deliberare una complessa procedura di riduzione del capitale sociale per perdite e contestuale aumento dello stesso mediante emissione di nuove azioni da offrire in sottoscrizione al FITD (Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi). Subordinatamente al buon esito delle precedenti operazioni, sarebbero state emessi *warrant*, a titolo gratuito, da assegnare agli azionisti (diversi dal FITD e dall'emittente), con conseguente ulteriore aumento del capitale sociale riservato a questi ultimi.

*Contributo approvato dai revisori.

¹Si tenga presente che ai d. lgs. nn. 180 e 181 del 2015 (di recepimento in Italia della direttiva 2014/59/UE), ha fatto seguito, a distanza di pochi giorni, il d. lgs. n. 183 del 2015 nel quale è stata articolata la complessa operazione che ha riguardato i sopramenzionati istituti bancari.

Si era in presenza di iniziative che avrebbero potuto comportare l'acquisizione di partecipazioni di entità tali da giustificare l'avvio della specifica procedura di autorizzazione prevista dalla legge. Da qui la riferibilità alle *istruzioni regolamentari* della Banca d'Italia in base alle quali detta procedura si sarebbe dovuta concludere in data 22 dicembre 2015. Di contro, il 21 novembre 2015 la Banca d'Italia diede avvio alla risoluzione delle *quattro banche* finendo per accomunare la vicenda finanziaria di CARIFE a quella delle altre tre istituzioni creditizie.

Sicché, decorso invano il termine entro il quale l'Autorità si sarebbe dovuta esprimere in merito alla menzionata richiesta di autorizzazione (e successivamente all'infruttuosa istanza ad essa presentata in data 1° giugno 2016 da parte della Fondazione Cassa di Risparmio di Ferrara), i ricorrenti hanno adito il Tar al fine di ottenere l'annullamento del provvedimento di risoluzione e degli atti ad esso collegati. In particolare, veniva osservato che in merito alla suddetta istanza si fosse ormai formato il *silenzio assenso* ovvero, in alternativa, l'implicito diniego (conseguente all'adozione del provvedimento di avvio della procedura di risoluzione). In quest'ultimo caso, il rifiuto tacito sarebbe dovuto essere considerato illegittimo perché privo di adeguata motivazione.

Sotto altro profilo, i ricorrenti chiedevano l'annullamento del provvedimento di risoluzione nei confronti di CARIFE sulla base dell'istruttoria svolta dalla Banca d'Italia e degli atti contenenti i relativi risultati, atti che non davano la prova della presenza dei presupposti richiesti dalla legge per l'avvio della procedura in parola. In particolare, ad avviso dei richiedenti, nel caso di specie, si sarebbero potute attuare *misure alternative* alla risoluzione, fermo restando che *l'assenza di un interesse pubblico* sotteso alla medesima, nonché la mancanza di un'adeguata motivazione contenuta nel provvedimento del 21 novembre 2015 adottato dalla Banca d'Italia, avrebbero reso l'intera procedura illegittima.

Infine, i ricorrenti hanno avanzato dubbi circa la compatibilità costituzionale

delle disposizioni degli artt. 17, 22, 27, 28, 29 e 52 del d.lgs. 180/2015 con gli artt. 42 e 47 Cost., nonché con l'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea del 7 dicembre 2000. Nel dettaglio, veniva evidenziato come «l'istituto della risoluzione bancaria» fosse «caratterizzato dalla prescrizione dell'azzeramento del valore delle partecipazioni azionarie e delle obbligazioni subordinate, vale a dire da una espropriazione senza indennizzo dei diritti di proprietà mobiliare riferibili ad una banca in dissesto»; donde la richiesta al Tribunale di procedere all'annullamento degli atti impugnati ovvero a sollevare questione di illegittimità costituzionale delle richiamate disposizioni del d.lgs. 180/2015.

2. Il Tar Lazio, con il provvedimento in commento, ha respinto i ricorsi proposti.

In primo luogo, i giudici hanno negato che in merito all'istanza di autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti nel capitale di CARIFE si fosse formato il silenzio-assenso. Infatti, in mancanza «di esplicita previsione normativa (che lo preveda)» non è possibile «estendere alla fase svolta in sede europea gli stessi istituti previsti, dalla disciplina nazionale, di cui alla l. 241/1990 e tra questi l'istituto del silenzio assenso di cui all'art. 20». In altri termini, non essendo rinvenibili «norme che estendono all'attività di competenza di BCE l'istituto del silenzio assenso e tenuto conto che, a mente delle disposizioni recate dal regolamento europeo 1024/2013, l'espressione dell'avviso della BCE deve ritenersi obbligatorio nell'ambito del procedimento (nazionale) di cui all'art. 19 TUB, deve concludersi che non può ritenersi formato il silenzio assenso (asseritamente in data in data 22 dicembre 2015) nell'ambito della procedura autorizzatoria (Banca d'Italia/BCE) necessaria per procedere all'aumento di capitale della CARIFE».

Con riferimento al secondo punto oggetto di controversia, il Tar, ripercorrendo gli orientamenti giurisprudenziali in ordine alla configurazione giuridica degli

atti posti in essere dalla Banca d'Italia nell'esercizio della funzione di vigilanza², evidenza come i provvedimenti posti in essere dall'Autorità di settore costituiscano «esplicazione di potere amministrativo caratterizzato da discrezionalità tecnica»; donde la precisazione secondo cui essi sono finalizzati ad assicurare la «tutela dei risparmiatori e, dunque, delle garanzie che devono assistere l'attività di raccolta del risparmio e di erogazione del credito, dell'affidabilità complessiva del sistema bancario e, in particolare, di ogni singolo istituto». Da qui l'ulteriore considerazione per la quale detti atti possono essere sindacati «solo per illogicità manifesta, quale figura sintomatica di eccesso di potere, non potendo il giudice amministrativo sostituire proprie valutazioni a quelle dell'organo di controllo».

Ciò posto, i giudici sottolineano come le *valutazioni* effettuate in conformità al d.lgs. n. 180 del 2015 dimostrino che la situazione patrimoniale di CARIFE fosse ormai compromessa; inoltre, nel caso di specie, non erano rinvenibili soluzioni alternative all'avvio della procedura di risoluzione tenuto altresì conto che «la liquidazione coatta amministrativa ... avrebbe comportato proprio, violando la previsione del secondo comma dell'art. 21, comma 2, del d.lgs. 180/2015, la distruzione di valore della banca». Da qui l'inevitabile ricorso al «programma di avvio della risoluzione, volto ad assicurare la continuità dell'azienda bancaria, l'erogazione dei crediti, dei mutui e, non da ultimo, la tutela dei posti di lavoro di circa milleduecento dipendenti».

Infine, il Tar non ravvisa specifici profili di incostituzionalità della normativa italiana di recepimento della direttiva 2014/59/UE. In particolare, i giudici - richiamando la sentenza della Corte di Giustizia del 19 luglio 2016³ - escludono «la lesione del diritto di proprietà e dell'affidamento da parte delle misure che incidono sugli azionisti e sugli obbligazionisti subordinati»; e ciò in quanto «gli azionisti assumono il rischio dell'investimento e sono responsabili per le passività della banca fino a concorrenza

²Rinviando, dunque, ai seguenti provvedimenti: Cons. Stato, Sez. IV, 8 maggio 2015 n. 2328, che conferma TAR Lazio, Sez. III, n. 623 del 2014.

³Nella causa C-526/14, causa Kotnik e altri, consultabile sul sito internet: <http://curia.europa.eu/>.

del capitale sociale e i creditori subordinati sono comunque destinati a subire le perdite della banca dopo gli azionisti». Ne consegue, ad avviso dei giudici che, nel caso di specie, non si configura «in alcun modo una espropriazione nell'operazione di risoluzione prevista dal d.lgs. 180/2015 e posta in essere dalla Banca d'Italia, atteso che le azioni e le obbligazioni subordinate sono titoli di credito, la cui natura e funzione è quella di partecipare alle eventuali perdite della banca».

3. Come conferma il Tar, nel provvedimento in commento il procedimento di autorizzazione di acquisto di partecipazioni rilevanti nel capitale di CARIFE è ascrivibile a quelli cd. *plurifasici* ovvero caratterizzati dal coinvolgimento di diverse Autorità nazionali e sovranazionali⁴.

In materia, la normativa di riferimento - costituita dalla direttiva 2013/36/UE (CRD IV), dal Regolamento n. 1024 del 2014 e dal Regolamento quadro n. 468 del 2014 - assegna alle Autorità nazionali specifici compiti di supporto alla Banca Centrale Europea che, in ultima istanza, è tenuta ad assumere la decisione. La relativa procedura è contenuta nell'art. 19 TUB secondo cui l'autorizzazione deve essere rilasciata dalla BCE a seguito di una proposta avanzata dalla Banca d'Italia la quale è chiamata a verificare la sussistenza delle condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente della banca e a valutare la qualità del potenziale acquirente, nonché la solidità finanziaria del progetto di acquisizione sulla base di predefiniti criteri.

Si è in presenza di una normativa che raccorda l'attività istruttoria svolta dalle Autorità di vigilanza nazionali con l'intervento della BCE chiamata a decidere sulla proposta di vietare o meno l'acquisizione di partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art.

⁴Sul punto, cfr. GUARRACINO, *Le "procedure comuni" nel meccanismo di vigilanza unico sugli enti creditizi: profili sostanziali e giurisdizionali*, in questa *Rivista*, 4, 2014, p. 275 secondo il quale «resta ferma la natura bifasica anche della procedura in questione, la quale, nonostante la competenza per l'emanazione del provvedimento finale spetti esclusivamente alla BCE, necessita sempre della cooperazione dell'ANC di riferimento (destinataria della notifica delle intenzioni di acquisire una partecipazione qualificata in un ente creditizio, responsabile dell'istruttoria e autorità proponente)». Di recente, cfr., sul punto, CAPRIGLIONE, *L'Europa e le banche. Le "incertezze" del sistema italiano*, in *apertacontrada.it*, 4 marzo 2017.

15 del Regolamento n. 1024 del 2015⁵ (ferma restando la diversa procedura, contemplata dalla disciplina in materia, che assegna agli organismi nazionali il compito di rilasciare detta autorizzazione nell'ipotesi di istituti creditizi sottoposti a risoluzione). E' appena il caso di precisare che, per legge, la valutazione di cui trattasi deve essere effettuata nel termine massimo di sessanta giorni lavorativi decorrenti dalla data dell'avviso scritto di ricevimento della notifica (art. 22, par. 2, della direttiva 2013/36/UE) del progetto di acquisto fatta pervenire dall'interessato all'Autorità competente⁶.

Venendo al caso oggetto di controversia, deve aversi riguardo alla comunicazione con la quale Banca d'Italia, nell'ottobre del 2015, annunciava al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi di aver «avviato il procedimento» che si sarebbe concluso in «60 giorni lavorativi decorrenti dal 22 ottobre 2015. Entro il suddetto termine la Banca Centrale Europea ... (avrebbe adottato) ... una decisione su proposta di Banca Italia e in mancanza di espresso rigetto entro lo stesso termine, l'istanza ... (sarebbe stata) da intendersi accolta». Per converso, la Banca d'Italia, in data 21 novembre 2015, avviò il procedimento di risoluzione di CARIFE essendo stata, *medio tempore*, recepita dal legislatore italiano la normativa europea sulla gestione delle crisi bancarie (d.lgs. n. 180 del 2015).

Alla luce delle novità disciplinari di cui trattasi le Autorità competenti ad avviare una procedura di risoluzione sono tenute a verificare la presenza, sul piano delle concretezze, di specifiche *condizioni* tra le quali va annoverata l'impossibilità di adot-

⁵Cfr. MANCINI, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in *Regole e Mercato, Convegno conclusivo del progetto Prin 2010-11*, tenutosi a Siena il 7-9 aprile 2016, consultabile sul sito internet: <http://www.regolazioneimercati.it>

⁶Come chiarisce la relazione allo Schema di decreto legislativo recante le norme occorrenti all'adeguamento della normativa nazionale al Regolamento (UE) 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, «nel Regolamento SSM, la BCE ha acquisito la competenza esclusiva al rilascio dell'autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti nelle banche (art. 4.1 SSMR)». Ne deriva che «il legislatore nazionale non può individuare una competenza concorrente di altre autorità, organi e istituzioni oltre quanto indicato dal Regolamento stesso. Questo prevede che le autorità competenti nazionali svolgano in questo ambito solo un'attività istruttoria con esclusione di qualsiasi potere decisionale (in forza dell'art. 15 SSMR)».

tare *misure alternative* che consentano il superamento della situazione di dissesto (o di rischio di dissesto) nella quale versa un istituto bancario (art. 17, comma 1°, lett. *b*, del d.lgs. n., 180 del 2015). Se ne deduce che, nel caso di specie, la Banca d'Italia ha reputato l'aumento di capitale sociale, deliberato il 30 luglio 2015, inidoneo ad impedire l'avvio della procedura in parola. Tuttavia, il decorso infruttuoso del termine entro il quale la BCE avrebbe dovuto esprimersi sulla predetta richiesta di autorizzazione, fa sorgere il dubbio che, in merito, si sia formato il silenzio-assenso ovvero un implicito diniego (non accompagnato, ovviamente, da alcuna motivazione).

I giudici del TAR, sull'argomento, hanno reputato che i principi di semplificazione previsti dalla legge 7 agosto 1990, n. 241 non fossero estendibili alle Autorità europee, potendo essi trovare piena esecuzione soltanto nell'attività procedimentale svolta dalla Banca d'Italia. Tale conclusione si basa - come si evince dal provvedimento in commento - sul presupposto «che nel regolamento UE 15 ottobre 2013 n. 1024 ... non vi è traccia di riferimenti all'istituto del silenzio assenso, quale conseguenza dell'inerzia mantenuta da BCE in ordine alla richiesta di parere avanzata dalla Banca d'Italia nel corso del procedimento di autorizzazione di cui all'art. 19 TUB».

C'è da interrogarsi sulle ragioni che hanno spinto la BCE a non esprimersi sulla richiesta di autorizzazione proposta. Sullo sfondo sorge il dubbio che la procedura - nella quale, come si è visto, la Banca d'Italia ricopre un ruolo determinante (essendole riconosciute funzioni propositive) - non si sia svolta correttamente. Invero, già in altre circostanze, la Banca Centrale Europea ha richiamato il competente Organo di supervisione nazionale al rispetto delle regole procedurali ovvero le Istituzioni politiche all'osservanza delle tempistiche previste dalla normativa al fine di consentirle di effettuare le valutazioni di propria competenza⁷. Tali suggestioni sono destinate a restare

⁷Cfr., per tutti, il parere della Banca Centrale Europea del 21 febbraio 2014 sulle modifiche alla *governance* della Banca d'Italia (CON/2014/19); il parere della Banca Centrale Europea del 25 marzo 2015 sulla riforma delle banche popolari (CON/2015/13); il parere della Banca Centrale Europea del 27 dicembre 2013 relativa all'aumento di capitale della Banca d'Italia (CON/2013/96); il parere della

tali non essendo possibile ottenere l'accesso agli atti *ex lege* n. 241 del 90 in mancanza di soggetti legittimati a richiederlo; va da sé che la comunicazione - di cui si è dato conto in precedenza - notificata al FITD, costituisce prova dell'attivazione (da parte della Banca d'Italia) della procedura prevista dalla legge, ma non fornisce ulteriori elementi al fine di valutare il corretto prosieguo della medesima.

Ciò posto, più in generale, può dirsi che la richiamata regolamentazione europea non sembra escludere in linea di principio il formarsi del silenzio-assenso quale conseguenza dell'inerzia della BCE. Ci si riferisce, in particolare, a quanto previsto dal paragrafo 6° dell'art. 22 della direttiva 2013/36/UE in ordine alla notificazione e alla valutazione dei progetti di acquisizione di partecipazioni rilevanti che si intendono approvati qualora «le autorità competenti non si oppongono per iscritto». Inoltre, l'art. 26, paragrafo 8°, del regolamento n. 1024 del 2013, nel disciplinare i poteri della BCE, dispone che «il consiglio di vigilanza svolge le attività preparatorie relative ai compiti di vigilanza assegnati alla BCE e propone al consiglio direttivo della BCE progetti di decisione» i quali si considerano adottati «qualora il consiglio direttivo non muova obiezioni entro un termine stabilito nella procedura suddetta ma non superiore a un massimo di dieci giorni lavorativi». Se ne deduce che la normativa ha tenuto in debita considerazione l'eventualità che la Banca Centrale Europea non si esprima nei termini previsti a ciò ricollegando significative conseguenze sul piano giuridico⁸.

Banca Centrale Europea del 31 agosto 2016 sulla circolare della Banca d'Italia recante disposizioni di attuazione della riforma delle banche di credito cooperativo italiane (CON/2016/41).

⁸Evidenzia MANCINI, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, cit., p. 23 che «quando il Regolamento MVU demandi alle Autorità nazionali lo svolgimento di attività istruttorie in materie che – come per l'autorizzazione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti in banche – ricadano nella competenza esclusiva della BCE ... la responsabilità possa ricadere, a seconda dei casi, sull'una o sull'altra delle Autorità». Viene in considerazione la circostanza che «la BCE sarà responsabile sia per l'eventuale adozione di un provvedimento illegittimo, posto che, come prescritto dall'art. 87 del Regolamento quadro sul MVU, esso si fonda sulla valutazione da parte dell'Autorità europea della proposta d'acquisizione e del progetto di decisione notificatole dall'Autorità nazionale, sia per le ipotesi in cui sull'istanza, priva dei requisiti, sia maturato il silenzio assenso a causa della sua inerzia ingiustificata». Sottolinea l'A. che «le Autorità nazionali risponderanno nel caso in cui, con la

Sotto altro profilo, c'è da chiedersi se sulla scelta delle soluzioni adottate nei confronti di CARIFE abbiano inciso gli orientamenti espressi dalla Commissione europea con riguardo all'intervento di sostegno offerto dal sistema obbligatorio di garanzia dei depositi a favore della Banca Tercas⁹. E' appena il caso di ricordare che, in tale circostanza, la menzionata Istituzione ha sottolineato come a fronte del supporto fornito dal FITD, non fossero stati presentati adeguati piani di ristrutturazione, né assolti gli impegni in materia di condivisione degli oneri, né attivate adeguate procedure per evitare distorsioni della concorrenza. Si spiega, pertanto, la ragione per cui, con la decisione del 23 dicembre 2015, la Commissione europea considerò l'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi alla stregua di un «aiuto di Stato»¹⁰.

Non è un caso che la Banca d'Italia, nel programma di risoluzione adottato nei confronti di CARIFE, ebbe a chiarire che l'azione del Fondo non avrebbe potuto avere corso in ragione degli stringenti vincoli imposti, in materia, dalla Commissione europea. E' evidente, dunque, che quand'anche si fosse dato seguito all'operazione prospettata dall'assemblea di CARIFE del 30 luglio 2015, si sarebbero comunque dovute adottare adeguate misure di *condivisione degli oneri* in presenza delle quali sono ammesse deroghe al divieto di aiuti di Stato¹¹. E' solo il caso di rilevare che, nel nominato piano adottato in sede assembleare da CARIFE, il FITD avrebbe dovuto conferire circa trecento milioni di euro, laddove a favore della Tercas il sostegno finanziario richiesto era decisamente più contenuto¹².

propria colpevole inerzia, protrattasi in violazione dell'art. 85 del Regolamento quadro sul MVU, abbiano cagionato il maturare del silenzio assenso sull'istanza priva dei requisiti».

⁹In argomento, sia consentito il rinvio, anche per i riferimenti bibliografici, a ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, in questa *Rivista*, 1, 2016, p. 19.

¹⁰In argomento, cfr. le considerazioni di ARGENTATI, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2, 2015, p. 321 ss.

¹¹Cfr. la Comunicazione (2013/C 216/01) adottata dalla Commissione europea con effetto dal 1° agosto 2013, consultabile sul sito internet: <http://eur-lex.europa.eu>.

¹²Le banche italiane, al fine di aggirare l'indicato limite hanno convenuto di ricorrere ad apporti contributivi volontari, secondo uno schema appositamente predisposto nello Statuto del FITD, col preciso scopo di prevenire possibili dissesti. Cfr., da ultimo, l'intervento effettuato nei confronti della

Infine, i ricorrenti hanno avanzato dubbi sulla compatibilità costituzionale di talune disposizioni del d.lgs. n. 180 del 2015 tra le quali vengono annoverate quelle relative al trattamento degli azionisti e dei creditori coinvolti nelle procedure di *bail-in*. A tal proposito, deve farsi presente che nel caso di specie non fu applicato tale strumento di risoluzione il quale sarebbe entrato in vigore solamente dal primo gennaio 2016. Ad ogni modo, come si è detto in precedenza, i giudici del TAR hanno richiamato i principi contenuti in una recente sentenza della Corte di giustizia - che si esprime sulle vicende riguardanti alcune banche slovene - al fine di escludere qualsivoglia profilo di illegittimità di misure in grado di recare pregiudizio agli interessi di talune categorie di creditori e, tuttavia, finalizzate a perseguire obiettivi di interesse pubblico.

Non è questa la sede per interrogarsi in ordine alla legittimità costituzionale del nuovo impianto disciplinare in materia di gestione delle crisi bancarie¹³. Va, piuttosto, segnalata l'importanza della sentenza della Corte di giustizia sopra richiamata e delle conclusioni dell'Avvocato che legittimano l'adozione di misure di sostegno pubblico (quali sono quelle correlate ai sistemi di garanzia dei depositi) non pienamente rispondenti ai canoni interpretativi forniti dalla Commissione europea in materia di aiuti di Stato. Dette asserzioni sembrano costituire un'esortazione rivolta alla menzionata istituzione europea ad assumere, in futuro, in materia, comportamenti più flessibili rispetto a quelli, al presente, assunti.

4. Viene in considerazione, poi, la circostanza che, ad avviso dei ricorrenti, non fosse «percepibile alcun sintomo di “dissesto”» della Cassa di Risparmio di Ferrara. Tale assunto veniva confermato dalla relazione dei Commissari straordinari che accompagnava la delibera dell'Assemblea dei soci del 30 luglio 2015 nella quale veniva

Cassa di Cesena sul quale si rinvia ad un articolo de *Il Sole 24 ore* del 12 giugno 2016 dal titolo *Altri 400 milioni per il Fondo interbancario*, consultabile su sito internet www.ilsole24ore.it.

¹³Sul punto, mi sia consentito il rinvio a ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, p. 95 ss.

fatto rilevare come «le attività della banca non fossero inferiori alle passività»; dati questi ultimi che comprovavano l'attenuazione delle riscontrate «irregolarità amministrative e ... violazioni legislative e regolamentari». Da qui il fondato dubbio di aver erroneamente accumulato la vicenda di CARIFE a quella delle altre tre banche coinvolte nelle procedure di risoluzione avviate nel novembre 2015.

Ciò posto, destano perplessità le valutazioni effettuate, in conformità al d.lgs n. 180 del 2016, in base alle quali la Banca d'Italia ha accertato perdite di tale gravità da giustificare l'avvio di una procedura di risoluzione¹⁴. Ed invero, le contestazioni avanzate dai ricorrenti in ordine ai discutibili criteri di calcolo utilizzati al fine di compiere gli apprezzamenti di cui trattasi, sono state, in parte condivise, dai giudici del TAR secondo i quali risulta «innegabile che la valutazione della situazione di crisi effettuata seguendo tali stringenti criteri ha comportato nuove svalutazioni tali da determinare un considerevole aggravio delle perdite e che tali svalutazioni sono poi state sostanzialmente confermate dalla valutazione definitiva»; salvo poi chiarire come «tale impianto sia perfettamente in asse con la strategia comunitaria di prevenzione e risoluzioni delle crisi bancarie» nella quale deve essere ricompresa «l'adozione di criteri particolarmente stringenti da utilizzare nel corso dell'istruttoria della procedura di valutazione (...)»¹⁵.

Significative, al riguardo, sono le considerazioni espresse dai giudici *de quibus* in ordine alla natura giuridica degli atti posti in essere, in esercizio dell'azione di vigilanza, da parte della Banca d'Italia; donde la conclusione che le valutazioni effettuate

¹⁴Come emerge dal provvedimento in commento, nel programma di risoluzione si fa, infatti, riferimento anche al verificarsi di ulteriori presupposti previsti dall'art. 17, comma 2, del d.lgs. 180/2015 ovvero: 1) che le attività risultano essere inferiori rispetto alle passività (lett. c); 2) la circostanza che nel prossimo futuro la banca non sarebbe stata in grado di pagare i debiti alla scadenza (lett. d e, conseguentemente, e).

¹⁵Con riguardo alla risoluzione della BPEL, il commissario liquidatore ebbe a sottolineare (SANTONI, *Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 11, 2016) come le svalutazioni effettuate «sembrano giustificare le numerose polemiche che hanno sollevato», salvo poi specificare che «se il fallimento è costretto a vendere, come di norma accade, a prezzi fallimentari, ciò accade anche per la banca in risoluzione»

dalla medesima Autorità in adempimento delle sue funzioni sono espressione della discrezionalità tecnica ad essa riconosciuta in materia. Va da sé che tale ampiezza di poteri non può giustificare l'adozione di provvedimenti fondati su un processo istruttorio nel quale non sia stata data prova del verificarsi dei presupposti che ne legittimano l'assunzione. In tale senso, i giudici del Tribunale di Chieti di luglio 2016 con riferimento alla declaratoria di insolvenza della Banca Carichieti¹⁶ ebbero a chiarire che la Banca d'Italia, proprio in ragione della «capacità tecnica» riconosciutale a livello istituzionale, è tenuta a svolgere «una attività di chiarificazione del procedimento logico utilizzato per le proprie valutazioni tecniche»; attività che, in quel caso, i giudici hanno reputato «non ... fosse stata ... adeguatamente» svolta.

Alla luce delle suesposte considerazioni, si individua l'esigenza di porre in stretta relazione l'applicazione dei provvedimenti concernenti le crisi bancarie con l'accertamento delle irregolarità amministrative-gestionali riscontrabili nei casi di specie; solo nell'eventualità in cui le irregolarità degli enti creditizi presentino un *effettivo* elevato livello di gravità può ritenersi legittimo il ricorso alle vigenti 'misure di risoluzione' delle crisi.

La storia del nostro sistema finanziario dimostra che dagli "anni di piombo" dell'economia italiana¹⁷ ad oggi sussiste una *strana e triste* continuità nella identificazione dei fondamentali delle crisi; la cui valutazione peraltro in passato avveniva con un rigore che, al presente, sembra abbia ceduto il passo ad una frettolosa sistemazione - disposta dalle Autorità di settore - della vicenda in osservazione.

¹⁶Cfr. la sentenza del Trib. di Chieti del 19 luglio 2016, in questa *Rivista*, 4, 2016, p. 128 ss. con nota di LEMMA, *Razionalizzazione sistemica e risoluzione delle crisi bancarie (quando l'intervento autoritativo causa incertezza del diritto)*. I giudici, in questo caso, non ha ravvisato la sussistenza dei presupposti al momento dell'avvio della risoluzione per la declaratoria di insolvenza, sottolineando che la loro presenza al momento della liquidazione coatta amministrativa fosse diretta conseguenza delle misure adottate nell'ambito della relativa procedura di risoluzione.

¹⁷Cfr., al riguardo, ONADO, *Gli anni di piombo della finanza italiana*, in Giorgio Ambrosoli e Paolo Baffi, *Due storie esemplari*, a cura di Angelo Porta, Milano, 2010. Per comprendere la gravità delle vicende che hanno contraddistinto la finanza italiana di quell'epoca, cfr. le *Relazioni di minoranza* (relatori: D'Alema, Minervini, Cafiero, Teodori, Rastrelli) presentate alla Camera dei Deputati dai componenti della Commissione parlamentare d'inchiesta sul caso Sindona (Doc XXIII n.2-sexies, Camera dei Deputati – Senato della Repubblica, Roma, 1982).

Un ritorno alla logica e alle modalità con cui nel passato venivano eseguite le verifiche, auspicato dalla dottrina¹⁸, di certo potrebbe contribuire ad un migliore adeguamento della odierna realtà socio-economica alla fermezza della disciplina europea che, con specifico riguardo alla materia che qui ci occupa, tende ad essere particolarmente coerente con i meccanismi di mercato.

Diego Rossano

Associato di diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

¹⁸Cfr. CAPRIGLIONE, *Gli stress test delle banche europee: una tempesta prima di un 'nuovo ordine' del mercato finanziario. Il caso Italia*, in *Federalismi.it*, 24 dicembre 2014, il quale (p. 25 s.) interrogandosi sul «senso di smarrimento identitario» che la Banca d'Italia «sta vivendo, in conseguenza del processo di europeizzazione in atto (...)», conclude rivolgendo «il pensiero con un velo di melanconia, alle parole pronunciate da Enea dall'alto delle mura di Ilio: *Hei mihi, qualis erat! Quantum mutatus ab illo Hectore, qui redit exuvias inductus Achilli!*»

CORTE DI APPELLO DI BOLOGNA

Sezione Terza Civile

13-19 Maggio 2016

Nella causa civile promossa da: [omissis], reclamati
nei confronti di CASSA DI RISPARMIO DI FERRARA SPA – CARIFE IN LCA in persona del commissario liquidatore [omissis], reclamata
in punto di reclamo contro la sentenza del Tribunale di Ferrara del 10-18.2.2016 n. 7/2016.
[omissis]

1. Con la sentenza in epigrafe il Tribunale di Ferrara dichiarava lo stato di insolvenza di CARIFE, su istanza della stessa, ex artt. 82 TUB, 5 e 195 l.f. e 36 d.leg. 180/2015.

Il primo giudice premetteva che il 27.5.2013, CARIFE era stata posta, previo scioglimento dei relativi organi di gestione e controllo, in amministrazione straordinaria ex art. 70 1° co. lett. a) e b) e 98 TUB, e in una situazione patrimoniale intermedia relativa al primo trimestre 2015 emergeva una perdita lorda di circa 376 milioni di euro; che era stato poi deliberato un aumento di capitale riservato al FITD; che l'organo di controllo della BCE aveva espresso orientamento sfavorevole; che al 30.9.2015 il capitale sociale era ormai integralmente perduto, con un deficit patrimoniale di oltre 24,5 milioni di euro; che successivamente l'allarme fra i risparmiatori comportava ulteriori prelievi dei clienti e chiusura di rapporti.

Aggiungeva che il 21.11.2015 veniva disposta ex artt. 17, 20, 32 e 37 d.leg. 180/2015 nel frattempo entrato in vigore (in recepimento della direttiva 2014/59/UE su risanamento e risoluzione degli enti creditizi) la procedura di risoluzione di CARIFE IN AS, essendosi verificata la situazione di dissesto senza possibilità di misure alternative, con un programma di risoluzione da cui emergevano ulteriori perdite per oltre 492 mln; veniva stabilita la cessione dell'azienda all' "ente-ponte" "Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara spa" con surroga del Fondo di Risoluzione presso la BDI nel credito di Nuova Carife per lo sbilancio di cessione di euro 433 mln (cui erano da aggiungere 34 mln per obbligazioni subordinate). CARIFE veniva infine sottoposta a LCA il 9.12.2015 ex artt. 38 c. 3 d.leg. 180/2015 e 80 e ss. TUB, con no-

mina del commissario liquidatore.

Concludeva il tribunale che alla predetta data – e a quella della pronuncia – era evidente l'insolvenza di CARIFE, ormai senza alcun attivo, e gravata dalle passività menzionate.

2. Impugnano la pronuncia con tre distinti ricorsi, poi riuniti, i suddetti reclamanti, chiedendone la nullità e/o annullamento o revoca.

Tutti deducono di essere attivamente legittimati in ragione della loro posizione di "interessati qualificati" ex artt. 18 e 195 5° co. l.f., richiamato dall'art. 82 TUB, in quanto ex amministratori ed ex sindaci di CARIFE, la cui dichiarazione di insolvenza può per loro comportare fra l'altro il pericolo di conseguenze civili (azioni di responsabilità ex art. 146 l.f.) o penali ex artt. 203 e 237 l.f.

Deducono inoltre che i provvedimenti di apertura della AS e di risoluzione erano stati impugnati avanti il giudice amministrativo.

Tutti censurano, con unico motivo, la circostanza per la quale in primo grado non erano stati notiziati e sentiti i cessati l.r. della banca *in bonis* (in concreto alla data del 27.5.2013: il presidente del CDA dott. S.L., pure reclamante), come prescritto dall'art. 82 c. 2 TUB (e 195 c. 2 l.f., "il debitore"), in carica al momento dell'apertura della AS, e come invece avvenuto avanti il tribunale di Arezzo per Banca Etruria; l'avviso dell'udienza era stato infatti rivolto solo agli ex Commissari straordinari (della AS) e alla Banca d'Italia; tanto in violazione del diritto di difesa, del giusto processo e del principio del contraddittorio.

3. CARIFE IN LCA resiste e deduce che era pacifica e non contestata l'esistenza dei presupposti oggettivi e soggettivi dello stato di insolvenza; che per "cessati l.r." ex art. 82 TUB dovevano intendersi i commissari straordinari della AS e il commissario speciale della risoluzione; che nessuno dei reclamati era stato l.r. di CARIFE; che in ogni caso l'effetto devolutivo pieno del reclamo ex art. 18 l.f. (ex Cass. 22546/2010 e 13505/2014) comportava che una violazione del diritto di difesa eventualmente consumata in primo grado era sanata dal regolare svolgimento del reclamo ex Cass. 12214/2012.

Aggiunge che i reclami potevano comunque essere rigettati anche solo sulla base della "ragione più liquida", non essendo stato prospettato alcun motivo di gravame nel merito, e rimanendo quindi indiscussi i presupposti della dichiarazione di insolvenza, con assorbimento delle questioni pregiudiziali in rito, ex Cass. 9936/2014 e precedenti.

In subordine la causa poteva essere rimessa al primo giudice ex art. 354 c.p.c.

4. Il PG ha concluso per il rigetto del gravame, ritenendo che tutte le parti siano state ritualmente notiziate, e dovendo essere instaurato il contraddittorio nei confronti del l.r. dell'epoca in cui si era manifestata l'insolvenza (i commissari liquidatori) ex Cass. 24547/2010 e successive.

5. I reclami non possono essere accolti.

Premesso che deve risolversi positivamente la questione inerenti la legittimazione attiva dei reclamanti sia sulla base del fatto che tutti sono ex amministratori e sindaci di CARIFE in bonis, e pertanto rivestono la qualità di "interessati qualificati" ex artt. 18 e 195 l.f. (in merito alle conseguenti eventuali azioni di responsabilità ed eventuali procedimenti penali), oltre che sulla base del fatto che fra di essi vi è l'ultimo ex presidente e l.r. S.L., l'unico motivo sollevato concerne il rito, ovvero l'integrità del contraddittorio davanti al tribunale ex art. 82, 2° co., TUB, in cui a dire dei reclamanti non è stato citato il "cessato rappresentante legale della banca".

La questione non riveste solo un carattere formale, poiché la ratio della disposizione è evidentemente nel senso di consentire al "debitore" di interloquire sul dedotto stato di insolvenza, proprio in vista delle conseguenze *ex lege* derivanti dalla inerente declaratoria.

La conseguenza sarebbe la nullità della sentenza dichiarativa e la rimessione al primo giudice ex art. 354 c.p.c., come da giurisprudenza di legittimità assolutamente prevalente ed ormai consolidata in tema di reclamo della sentenza dichiarativa di fallimento (cfr. Cass. 17205/2013, 2518/2013, 18339/2015 e le altre citate dai reclamanti), e non l'"assorbimento" in secondo grado in ragione dell'effetto devolutivo pieno del reclamo (il precedente citato da CARIFE si riferisce al caso diverso dell'insufficienza del termine a comparire).

E tuttavia si deve considerare che, come nota la reclamata e il PG, essendo il presupposto della normativa l'accertamento "al momento dell'emanazione del provvedimento di l.c.a.", l'organo destinatario del diritto ad essere sentito si identifica letteralmente in quello munito dei relativi poteri immediatamente prima dell'emanazione del provvedimento stesso, o al più in quello in carica al momento in cui si fa risalire detta insolvenza, se anteriore, non rinvenendosi altrimenti un criterio sicuro per individuare un soggetto che potrebbe essere mutato più volte nel corso del tempo per i motivi più svariati.

In tal senso è conferente il precedente citato dal PG di Cass. 24547/2010, per il quale “Nel procedimento per la dichiarazione dello stato di insolvenza di una società, su richiesta, ai sensi dell’art. 202 legge fallim., del commissario liquidatore della liquidazione coatta amministrativa. Il contraddittorio, per l’esercizio del diritto di difesa, deve essere instaurato, ex artt. 195 e 15 legge fallim. nei confronti dell’organo che aveva la rappresentanza legale dell’ente stesso alla data cui si fa risalire detta insolvenza, nella specie dichiarata avendo riguardo al momento della messa in liquidazione della società; ne consegue che, in caso di previo commissariamento governativo, legittimato al contraddittorio è solo il commissario governativo alla predetta epoca investito della carica, la quale comprende, di regola, tra i poteri di gestione ordinaria, le medesime prerogative degli amministratori, ivi inclusa la piena rappresentanza processuale (Affermando detto principio, la S.C. ha escluso la necessità di convocazione altresì dell’ultimo legale rappresentante della società prima del suo commissariamento, nonché del commissario governativo che aveva preceduto, nella carica, quello in essere all’epoca della riferita insolvenza)”.

In concreto CARIFE prima della messa in l.c.a. ex art. 80 TUB era stata sottoposta per un brevissimo periodo a procedura di risoluzione ex art. 17 e ss. d.leg. 180/2015, e prima ancora ad amministrazione straordinaria ex artt. 70 e 98 lett. a) e b) TUB (versione ante 16.11.2015) previo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo.

Dal punto di vista formale, è evidente che i precedenti (e “cessati”) l.r. di CARIFE ante l.c.a. erano il commissario della risoluzione e i commissari straordinari della a.s. La procedura di risoluzione aveva infatti comportato la cessazione della procedura di a.s., e degli incarichi dei commissari straordinari, e la nomina di un commissario speciale, poi sostituito dal commissario liquidatore della l.c.a.

Tanto basterebbe per il rigetto del gravame.

In più, dal punto di vista “sostanziale”, va osservato che solo la procedura di risoluzione ha per presupposto legale il dissesto, ed è pacifico e non contestato che detto presupposto vi fosse alla data (21-22.11.2015) di instaurazione della medesima come da relativo provvedimento e come affermato dalla sentenza impugnata.

Non è neppure contestato che l’insolvenza fosse conclamata al momento della messa in l.c.a (9.12.2015) e tantomeno al momento della decisione del tribunale, a causa della totale as-

senza di attivo e dell'imponente passivo insieme alla revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria; mentre tale presupposto non risulta *ex actis* accertato alla data del 27.5.2013 (la prima situazione patrimoniale citata è al 31.3.2015; le sentenze prodotte di Ancona ed Arezzo fanno invece riferimento anche a dati ed eventi anteriori alle a.s. rispettivamente a suo tempo disposte per altre banche in situazione analoga) cui risale lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo e la sottoposizione ad a.s..

Per questi si fa invero riferimento alle lettere a) e b) del previgente art. 70 (gravi irregolarità nell'amministrazione e gravi perdite del patrimonio) e all'art. 98 per la capogruppo (le cui lettere a) e b) previgenti fanno pure riferimento a gravi inadempienze e procedure concorsuali per una delle società del gruppo); presupposti tutti che sono in ipotesi qualcosa di meno o di diverso rispetto allo stato insolvenza da accertare ex art. 82 TUB.

Ne consegue che in ogni caso era in effetti necessario e sufficiente citare i commissari straordinari della a.s., (l'ex commissario della risoluzione, a sua volta già commissario straordinario coincide con la persona del commissario liquidatore della l.c.a., ed era in udienza avanti il tribunale, insieme all'altro ex commissario straordinario); la Banca d'Italia è stata a sua volta "sentita", ovvero notiziata, ed ha fatto pervenire parere scritto favorevole, in atti.

Non possono pertanto condividersi le censure sollevate col gravame in merito al difetto di contraddittorio.

[omissis]

Bologna, 13 maggio 2016

**RISOLUZIONE E DICHIARAZIONE DI INSOLVENZA:
CHI SONO I “CESSATI RAPPRESENTANTI LEGALI”
DA SENTIRE EX ART. 82 T.U.B.? ***

(Resolution and judicial insolvency proceeding: who are the “former legal representatives” to be sued in the trial?)

SOMMARIO: 1. Il caso. - 2. Il recepimento della BRRD: tramonto o successo della “via italiana” alla gestione delle crisi bancarie? - 3. La banca in l.c.a. e la dichiarazione giudiziale di insolvenza (dopo la BRRD). - 4. L’insolvenza della vecchia Carife in l.c.a.: se non all’avvio della risoluzione, quando? - 5. I “cessati legali rappresentanti” che devono partecipare all’istruttoria per la dichiarazione giudiziale di insolvenza.

1. Nel provvedimento in commento la Corte di Appello di Bologna si pronuncia sul reclamo avverso la sentenza dichiarativa dell’insolvenza della Cassa di Risparmio di Ferrara s.p.a. (inde, Carife).

È noto che nel novembre del 2015, al momento dell’avvio della risoluzione, Carife fosse, da tempo, sottoposta ad amministrazione straordinaria (così come Banca Etruria, Carichiati e Banca Marche)¹. Nell’ambito della risoluzione, la Banca d’Italia ha disposto la separazione delle poste patrimoniali “buone” di Carife da quelle “cattive”, conferendo le prime in una «banca ponte» ex art. 42 d.lgs. 180/2015. Il nuovo soggetto, cessionario dell’azienda bancaria, ha preso il nome di “Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara”, succedendo alla banca originaria nei rapporti con i depositanti e negli altri rapporti non azzerati.

Ciò ha importato la trasformazione della banca originaria in un “contenitore residuo” in cui sono state confinate le perdite, condizione che ne ha importato la immediata e necessitata sottoposizione a liquidazione coatta amministrativa.

*Contributo approvato dai revisori.

¹Sulle quattro banche risolte nel novembre 2015, v. ora per tutti, CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 154; ID., *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*, in *Apertacontrada* 17 febbraio 2016.

Disposta la l.c.a., su ricorso del commissario liquidatore, il Tribunale di Ferrara ha dichiarato l'insolvenza della banca il 10 febbraio 2016. Nelle motivazioni del provvedimento di prime cure si dà atto dell'intervenuta cessione dell'azienda alla banca ponte e ci si limita, in sostanza, a rilevare l'esistenza di un *deficit* patrimoniale («di oltre trenta milioni di euro»), nonché la perdita integrale del capitale («il capitale sociale, al momento dell'assunzione del provvedimento di risoluzione del 22 novembre 2015, si era, dunque, integralmente perduto»).

Tuttavia, il Tribunale dichiarava l'insolvenza alla data della sottoposizione della l.c.a., ossia dopo l'operazione di risoluzione che aveva privato la banca di ogni posta attiva: «al 9 dicembre [2015, n.d.r.] quindi la Carife S.p.A. in liquidazione coatta amministrativa non ha la titolarità di alcun elemento attivo, ed è invece esclusivamente titolare di passività».

La decisione del Tribunale è stata impugnata da componenti dell'organo amministrativo in carica nel periodo antecedente alla sottoposizione ad amministrazione straordinaria². Il reclamo sembra fondarsi su due distinti profili.

Quanto al primo, i reclamanti hanno contestato la violazione degli artt. 82, co. 2°, t.u.b. e 195, co. 2°, l.f. i quali prevedono che nel procedimento siano sentiti i «cessati rappresentanti legali» della banca *in bonis* mentre nel caso di specie, essi, tra cui il presidente del CdA in carica sino all'avvio dell'a.s., non sono stati invitati a partecipare al giudizio di primo grado sull'insolvenza (si legge nella sentenza di appello: *“l'avviso dell'udienza era stato infatti rivolto solo agli ex Commissari straordinari della AS e alla Banca d'Italia”*).

²Come si è accennato, Carife era stata posta in amministrazione straordinaria ben due anni prima dell'avvio della risoluzione (dal 27.5.2013), ovviamente previo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo che hanno poi interposto il reclamo contro la sentenza di primo grado dichiarativa dell'insolvenza. Sul periodo che ha preceduto la risoluzione di Carife si veda Corte Appello Bologna, 12 dicembre 2014, in questa *Rivista*, 2014, n. 4, p. 239 con nota di CAPRIGLIONE, *Un sorprendente equivoco interpretativo in tema di «crisi bancarie»*, *ivi*, p. 240 e ss. (che giustamente nutre serie dubbi sull'applicabilità dell'istituto di diritto concorsuale comune che prevede l'automatica interruzione dei processi in caso di fallimento di una delle parti anche alle discipline speciali, quali l'amministrazione straordinaria in cui versava Carife).

Sotto il secondo profilo, la lettura del provvedimento della Corte territoriale lascia intendere che i reclamanti abbiano labilmente criticato la sentenza di prime cure con riguardo alla data rilevate per la dichiarazione di insolvenza, ponendosi in particolare la questione se la ricorrenza dei presupposti dell'insolvenza, in caso di risoluzione, vada esaminata con riguardo alla data della risoluzione (21 novembre 2015)³ o della liquidazione coatta amministrativa (9 dicembre 2015)⁴.

La sentenza ha respinto il reclamo rilevando che:

- nella nozione di «cessati legali rappresentanti» di cui all'art. 82 t.u.b. possono essere fatti rientrare, nel caso di specie, i soli commissari straordinari della a.s. e non anche gli organi muniti del potere gestorio della banca *in bonis* che li hanno preceduti;

- i presupposti per la dichiarazione di insolvenza, nel caso della “vecchia” Carife, risolta e poi liquidata, ricorrevano sia alla data di adozione del provvedimento di risoluzione (21 novembre 2015), sia alla data dell'avvio della l.c.a. successiva alla cessione in blocco dell'azienda (9 dicembre 2015) sia, infine, con riferimento al momento della dichiarazione di insolvenza del 10 febbraio 2016.

Entrambi i profili coinvolgono delicate questioni di coordinamento tra legge fallimentare e disciplina speciale del t.u.b., ora da ordinare anche avendo riguardo alle regole dettate in materia di risoluzione⁵.

³Sull'operazione di risoluzione v. LENER R., *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca Borsa tit. cred.*, fasc.3, 2016, p. 287 ss. Sia inoltre consentito rinviare, per la descrizione degli aspetti di dettaglio di quanto accaduto tra il 21 novembre e il 9 dicembre 2015 a RULLI E., *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in questa *Rivista*, n. 4, supp., 2015, p. 284 ss.

⁴Sulla dichiarazione di insolvenza di Banca Etruria v. ROSSANO D., *Il salvataggio della BPEL e l'accertamento dello stato di insolvenza alla luce della nuova normativa in materia di crisi bancarie*, nota a sentenza del Tribunale di Arezzo n. 12, 8-11 febbraio 2016 e della Corte di appello di Firenze, n. 911, 6 maggio in questa *Rivista*, 2016, n. 2, II, p. 70 ss. Su Banca Marche, vedi LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?*, in questa *Rivista*, 2016, n. 1, p. 23 ss.

⁵Si noti che il recepimento della direttiva 2014/59 (BRRD) non ha implicato alcuna modificazione dell'art. 80, co. 6, t.u.b. che - ora come prima della direttiva - impone di applicare alle crisi bancarie anche le disposizioni dettate dalla legge fallimentare “se compatibili”. Sul punto v. NIGRO, *La*

2. La lettura del provvedimento lascia intendere che una situazione di profonda crisi affliggesse Carife da ben prima dell'avvio della risoluzione. Una situazione, come è noto, che è precipitata in conseguenza degli eventi che hanno impedito di eseguire un già programmato aumento di capitale a opera del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (a causa del diniego opposto dalla Commissione europea che, in quell'intervento, ha visto un aiuto di Stato)⁶.

L'impossibilità di procedere con le vecchie, e forse anche buone, maniere ha imposto al legislatore di *risolvere* Carife con l'armamentario della BRRD che era stata appena (o forse all'uopo) recepita con il d.gs. 180/2015.

Un armamentario che ha dimostrato subito qualche lacuna: basti qui fare riferimento alla circostanza che oltre ai provvedimenti amministrativi assunti dall'autorità di risoluzione, il Governo è intervenuto con la decretazione d'urgenza per costituire la banca ponte conferitaria dell'azienda di Carife, nonché per imporre alle banche italiane la costituzione di un fondo nazionale di risoluzione che finanziasse la copertura dello sbilancio derivante dal trasferimento⁷.

Muovendo da qui, si potrebbe ritenere che la disciplina della risoluzione non presenti dei connotati di sostanziale differenza rispetto al modo con cui tradizionalmente sono state gestite le crisi bancarie nel nostro Paese. Dal dopoguerra ai tempi recenti, pur se in contesti economici differenti, l'esperienza italiana ha mostrato come in occasione di crisi bancarie le Autorità creditizie e i Governi abbiano costantemente cercato di evitare la fredda applicazione della disciplina della l.c.a., sia nella

disciplina delle crisi bancarie: la liquidazione coatta amministrativa, in *Giur. comm.*, 1996, p. 144 ss., in particolare, 146 e 147. SANDULLI, *La liquidazione coatta delle banche fra diritto comune e diritto speciale: il rinvio alla legge fallimentare*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, I, p. 441 ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, 2012, V ed., p. 840.

⁶In tema di DGS e aiuti di Stato v. ora BENTIVEGNA, *Il ruolo (incerto) dei sistemi di garanzia dei depositanti nel nuovo regime*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2016, p. 461 e ss., in part., p. 486.

⁷Il riferimento cade sul decreto legge 183/2015. Il d.l. non è stato convertito, ma le previsioni di che trattasi sono state riprodotte nella legge di stabilità per il 2016: v. art. 1, co. 848, l. 28 dicembre 2015, n.208.

versione prevista dalla legge bancaria del 1936-38, sia quella del t.u.b.⁸.

Ciò per rispondere a due fondamentali esigenze, certamente involgenti profili di carattere anche politico. La prima esigenza, “proteggere il risparmio”, è avvertita sin dai tempi dell’approvazione della prima legge bancaria, cioè da prima ancora della costituzionalizzazione del relativo principio nell’art. 47 Cost.⁹. La seconda, vale a dire il “contenimento del rischio sistemico”, è esigenza pure antica, ma divenuta sempre più centrale in un contesto di mercato mutato in conseguenza dell’abbandono del modello della banca pubblica (mutamento *di sistema* che ha avuto un impatto enorme, anche sul piano culturale; un cambiamento non dissimile, per portata, a quello cui assistiamo oggi con il tramonto del sistema bancocentrico)¹⁰.

In questo modo si è (era) sviluppata una “via italiana” alla gestione delle crisi, caratterizzata dal potere di *moral suasion* della Banca d’Italia che favoriva cessioni di azienda o di attivi da banche in crisi a altre banche del sistema¹¹. Vicende successive

⁸Non è questa la sede per richiamare la storia degli istituti speciali per la gestione delle crisi e della liquidazione della banca come impresa speciale. Una storia antica che ha avuto inizio prima delle leggi bancarie del 1926 e del 1936-30: già per le casse di risparmio, la legge 15 luglio 1888, n. 5546 aveva introdotto la a.s. e la l.c.a., che le leggi bancarie del ‘900 estesero poi a tutte le aziende di credito. V. sul punto CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 72 tub*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2012, t. 2, pp. 889 e ss.; COSTI, *L’ordinamento bancario* cit., p. 33. V. altresì, per i profili evolutivi della disciplina al riguardo G. Boccuzzi, *La crisi dell’impresa bancaria*, Milano, 1998. Di recente, anche per i richiami, v. SCOGNAMIGLIO A., *Decreto di scioglimento degli organi di amministrazione di un istituto di credito, motivazione per relationem, sindacato formale*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2015, II, p. 278 ss. V. anche DI BRINA, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, in pp. 458 ss. e, in part., p. 461.

⁹V. OPPO, *Commento sub art. 41 Cost.*, in Aa.Vv., *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Milano, 1990, I, p. 3 ss.; CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in *L’ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, 2010, II ed., t. I, p. 6; R. Costi, *L’ordinamento bancario* cit., p. 799 ss.

¹⁰Cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, cit., *passim*.

¹¹In alcuni casi, infatti, la banca insolvente poteva essere acquistata o fusa per incorporazione in altra banca *in bonis*, in genere su invito delle autorità di vigilanza e previa promessa informale, da parte di queste ultime, di vantaggi compensativi per l’intervento di interesse anche pubblico. Sul punto v. COSTI, *op. cit.*, p. 805. In altri casi, la cessione dell’azienda bancaria poteva realizzarsi dopo l’avvio della l.c.a., peraltro con la possibilità di una qualche garanzia per l’eventuale sbilancio subito dall’acquirente da parte del FITD. V., tra gli altri, VATTERMOLI, *Le cessioni «aggregate» nella liquidazione coatta amministrativa delle banche*, Milano, 2001; PERRINO, *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Torino, 2005, p. 33 ss. In ultimo, sempre a l.c.a. avviata, poteva darsi che il salvataggio di un’impresa bancaria insolvente si realizzasse attraverso l’intervento di più

che, come noto, sono state in alcuni casi sostenute da interventi pubblici diretti o indiretti, come quelli realizzati mediante l'utilizzazione di risorse provenienti dai sistemi di garanzia dei depositi¹². Certamente, gli effetti positivi per la stabilità del sistema hanno anche prodotto il noto paradosso per cui, la pur esistente disciplina della l.c.a., si è mostrata recessiva rispetto alla regola non scritta per cui le banche si devono salvare: è questo il fenomeno della c.d. "garanzia implicita" dello Stato sulle passività delle banche. Ciò non toglie che in molti casi si sia dovuto procedere – prima o dopo l'avvio della l.c.a. – alla dichiarazione giudiziale dello stato di insolvenza¹³.

Si giunge così a uno dei primi snodi problematici della materia.

3. Il t.u.b. non contiene (né prima della BRRD conteneva) una definizione di insolvenza, ma solo le regole per il suo accertamento giudiziale (art. 82 t.u.b.). La nozione di insolvenza bancaria è un tema aperto e oggetto di dibattito dottrinale. Da più

partecipanti al sistema che, formato un *pool* di salvatori, costituivano una banca – che oggi chiameremmo *pinte* – per rilevare l'azienda del soggetto insolvente: è questa la strategia utilizzata in occasione della crisi del Banco Ambrosiano. V. PATRONI GRIFFI A., *Le crisi bancarie: il caso ambrosiano*, in *Banca impresa e società*, 1984, pp. 97 e ss.

¹²Prima della delibera CICR 23 dicembre 1986 che ha di fatto codificato la costituzione del FITD (poi divenuto, per l'Italia, uno schema di garanzia dei depositanti conforme alla disciplina prima comunitaria e ora europea), bisogna ricordare lo "schema pubblicistico" sperimentato nel caso del Banco di Napoli con il noto DM 27 settembre 1974, con cui fu tra l'altro costituita una delle prime *bad bank* italiane che si ricordino, SGA spa, nella quale furono conferite le attività deteriorate (oggi diremmo *non performing loan*) del Banco di Napoli stesso.

¹³Peraltro, prima della BRRD, il procedimento con cui le autorità creditizie dichiaravano la l.c.a. aveva caratteristiche certamente diverse a seconda che la dichiarazione giudiziale di insolvenza fosse o meno intervenuta. In assenza di dichiarazione di insolvenza, il provvedimento di l.c.a. era ritenuto un provvedimento di carattere discrezionale, certamente connotato da discrezionalità (anche se difficilmente sindacabile innanzi al TAR). Al contrario, una volta dichiarata l'insolvenza, il provvedimento di l.c.a., ove non ancora emanato, perdeva il carattere di discrezionalità, divenendo quasi doveroso (i.e. provvedimento necessitato conseguente la certificazione della fine dell'attività economica). Ora, con la nozione di dissesto (e, in specie, con il rischio di dissesto), sembra davvero difficile che si giunga a dichiarazioni giudiziali di insolvenza prima di un qualsivoglia intervento delle autorità di vigilanza e di risoluzione. Sicché l'ipotesi diviene solo teorica. Sul punto, per i rapporti tra procedimento amministrativo e procedimento giudiziale nelle crisi bancarie, v. CPRIGLIONE, *Discrezionalità del procedimento amministrativo di messa in liquidazione coatta di un'azienda di credito e pretesa risarcitoria del socio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1978, II, p. 90 ss. V. altresì BONFATTI, *Commento sub art. 80 tub*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2012, t. 2, pp. 983; BOCCUZZI, *Commento sub art. 82, ibi*, p. 1014; DESIDERIO, *Commento sub art. 80 tub*, in *Commentario*, a cura di Porzio, Milano, 2010, p. 692.

parti, infatti, si ritiene che non sarebbe lecito definire l'insolvenza bancaria negli stessi termini con cui si definisce l'insolvenza dell'impresa di diritto comune (art. 5 l.f.). Ciò perché le crisi bancarie si distinguono dalle crisi delle altre imprese per le ragioni cui s'è fatto cenno, ossia per la necessità di conservare la fiducia dei depositanti e per la necessità di preservare la stabilità del sistema.

La specialità dell'insolvenza bancaria¹⁴ sembrerebbe peraltro più pronunciata a seguito del recepimento delle regole in materia di risoluzione, così come dell'innesto nel nostro ordinamento del concetto di dissesto (*failing* o *likely to fail*): in questo rinnovato contesto legislativo sembra ancor più improprio assimilare l'insolvenza del "cattivo pagatore che fallisce" all'insolvenza della banca in *deficit* anche solo potenziale (che non solo non le consente *in potenza* di rimborsare i suoi creditori, ma soprattutto le impedisce di *essere banca* nel caso in cui perda i requisiti di capitale). Le nuove categorie paiono quindi confermare come l'insolvenza bancaria possieda connotati peculiari che la distinguono da quella dell'impresa di diritto comune¹⁵ (di cui all'art. 5 l.f.)¹⁶.

Nella risoluzione, peraltro, lo stato di insolvenza della banca può essere dichiarato con modalità che potrebbero apparire diverse a seconda che trovi applicazione

¹⁴Cass. 21 aprile 2006, n. 9408, in *Fall.*, 2006, 11, p. 1279 con nota di BARBIERI, nonché in *Banca borsa tit. cred.* 2008, 3, II, p. 329 con nota di CARRELLI. Per vero la Cassazione muove dalla nozione generale di cui all'art. 5 l.f. per poi chiarire che si deve tenere conto, si fini della dichiarazione di insolvenza, la peculiarità dell'attività bancaria, nella quale assume particolare rilevanza indiziaria, circa il grado di irreversibilità della crisi, il deficit patrimoniale, che si connota come dato centrale rispetto sia agli inadempimenti che all'eventuale illiquidità. Di recente l'impostazione è stata seguita da Trib. Sciacca, 16 febbraio 2016, n. 3 in *ilcaso.it*.

¹⁵V. da ultimo, sull'insolvenza nella risoluzione PORZIO, *La banca insolvente*, in *L'Unione bancaria europea*, a cura di Chiti e Santoro, Pisa, 2016, p. 407 e ss.; SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2016, pp. 517 ss.

¹⁶Su cui FERRI G. jr, *Lo stato di insolvenza*, in *Riv. not.*, 2015, p. 1149 ss. Non sfugge peraltro all'autore che il d.lgs. 180/2015, individuando il dissesto quale presupposto della risoluzione, ed equiparando il rischio di dissesto al dissesto *tout court*, abbia individuato un presupposto della procedura più ampio ed esteso a giudizi prognostici (il rischio dell'insolvenza e l'insolvenza, non solo quest'ultima, come è nel fallimento e come era – *rectius*: avrebbe potuto essere – nella l.c.a.). Sul punto vedi l'articolo da ultimo citato, nota 77. *Contra* sembra PORZIO, *op. cit.*, p. 408, che equipara il dissesto all'insolvenza.

l'art. 36 oppure l'art. 38 del d.lgs. 180/2015, dettati rispettivamente per disciplinare la dichiarazione giudiziale di insolvenza nel corso della procedura di risoluzione oppure dopo la chiusura della risoluzione (e, quindi, nell'ambito della peculiare l.c.a. che riguarda la vecchia banca "svuotata" dalla cessione dell'azienda alla banca ponte).

Il tema che si pone, pertanto, è se il giudizio circa l'insolvenza della banca vada svolto con riguardo: (i) alla data di avvio della risoluzione (quando la banca, pur in crisi, non era un "contenitore vuoto" in quanto privato dell'attivo); (ii) alla data di sottoposizione alla l.c.a.; (iii) oppure se un tale accertamento vada eseguito due volte, con riguardo a entrambi i momenti.

4. L'art. 36 del d.lgs. 180/2015 prevede che l'iniziativa di procedere all'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza della banca, in pendenza di risoluzione, possa essere assunta dal commissario della risoluzione: «avendo riguardo alla situazione esistente al momento di avvio della risoluzione».

L'art. 38, comma 3, prevede invece che la banca già sottoposta a risoluzione e, poi, a l.c.a., possa comunque richiedere per il tramite del commissario liquidatore l'accertamento dello stato di insolvenza. Nel caso delle quattro banche, tra cui Carife, la dichiarazione di insolvenza giunge proprio a seguito della cessione delle attività, integrando gli estremi dell'atto dovuto ex art. 38, comma 3, d.lgs. 180)¹⁷ più che ponendosi come un vero e proprio giudizio di accertamento (v. sul punto le decisioni relative a Banca Etruria e Banca Marche)¹⁸.

Nel caso Banca Etruria in l.c.a., il Tribunale di Arezzo aveva dichiarato ai sensi dell'art. 36 d.lgs. 180/2015, ritenendo rilevante il momento della sottoposizione della banca a risoluzione, con conseguente irrilevanza degli effetti patrimoniali del provvedimento della Banca d'Italia (*i.e.* la cessione dell'azienda). Ciò importa almeno due

¹⁷Cfr. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per un'insolvenza obbligatoria?*, cit., p. 24 sull'insolvenza ipso iure che verrebbe qui a determinarsi.

¹⁸Cfr. nota 4 che precede.

conseguenze:

- dal punto di vista dell'imputazione delle condotte, questo orientamento consente di individuare – se ce ne sono – i *responsabili* dell'insolvenza;

- le operazioni di risoluzione poste in essere dalla Banca d'Italia (svalutazione e conversione di azioni e altri titoli, cessione dell'azienda bancaria a una banca ponte etc.) restano neutre rispetto all'insolvenza nella risoluzione, rilevando al più per la sola insolvenza ex art. 38 d.lgs. 180/2015 (che si presenta, però, come atto dovuto o come dichiarazione obbligatoria).

Diversamente, ancora nel caso Banca Etruria, per la Corte di Appello di Firenze l'accertamento dello stato d'insolvenza, iniziata la l.c.a., non potrebbe più dichiararsi ex art. 36, comma 2°, ma solo ex art. 38, comma 3.

Una terza impostazione è stata seguita nel caso di Carichieti¹⁹, nella cui dichiarazione di insolvenza il Tribunale ha mostrato di ritenere necessario l'esperimento di una «doppia valutazione», da compiersi e con riguardo all'avvio della risoluzione e con riguardo all'avvio della l.c.a.

Pur non prendendo espressa posizione sul punto, la sentenza in commento della Corte di Appello di Bologna prende a riferimento solo l'insolvenza nella l.c.a., mostrando così di condividere (forse) l'impostazione fiorentina, là dove ritiene che «l'insolvenza fosse conclamata al momento della messa in l.c.a (9.12.2015) e [...] al momento della decisione del tribunale, a causa della totale assenza di attivo», salvo poi aggiungere che «tale presupposto non risulta *ex actis* accertato alla data del 27.5.2013 (la prima situazione patrimoniale citata è al 31.3.2015; le sentenze prodotte di Ancona ed Arezzo fanno invece riferimento anche a dati ed eventi anteriori alle a.s. rispettivamente a suo tempo disposte per altre banche in situazione analoga) cui risale lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo e la sottoposi-

¹⁹Cfr. Tribunale Chieti, 14 luglio 2016, in questa Rivista n. 4/2016, p. 128 con nota di LEMMA, *Razionalizzazione sistemica e risoluzione delle crisi bancarie (quando l'intervento autoritativo causa incertezza del diritto)*.

zione ad a.s.».

Sebbene l'insolvenza possa essere dichiarata *nella* (o all'avvio della) risoluzione o, in alternativa, *nella* (o all'avvio della) l.c.a., non c'è dubbio che l'insolvenza che rileva quale presupposto fondante la responsabilità civile e penale degli amministratori della banca *in bonis* non possa che essere quella dagli stessi eventualmente prodotta. Si tratta, quindi, di stabilire in quale momento tale vicenda gestoria possa dirsi conclusa e quali gestori debbano o possano essere ritenuti i responsabili.

La tesi della Corte di Appello lascia intendere che possono darsi occasioni in cui la medesima condizione di crisi è valutata in due momenti diversi, conducendo a risultati disomogenei e, soprattutto, neutralizzando le responsabilità dei gestori della banca originaria (se l'insolvenza è valutata dopo l'adozione delle misure di risoluzione).

In questo modo gli strumenti di risoluzione che il legislatore europeo ha previsto per evitare o comunque mitigare gli effetti dell'insolvenza bancaria, finiscono per poterne diventare la causa. Con le parole del Tribunale di Chieti: «Ogni diversa interpretazione, in particolare quella che vorrebbe che il Tribunale si limitasse a prendere notarilmente atto delle situazioni create in esito alla adozione di misure di risoluzione, è non solo contraria all'interpretazione sistematica dell'impianto normativo (soprattutto in relazione agli effetti che nel nostro ordinamento si hanno con la dichiarazione di insolvenza civilistica e penalistica ad es.), ma anche risulterebbe superflua: è infatti addirittura banale osservare che [Carichieti in l.c.a.] era certo ben insolvente all'atto della messa in l.c.a. dal momento che aveva solo passività (e quindi nessuna attività) ed era stata anche privata del titolo abilitativo all'esercizio dell'attività creditizia».

In altre parole, se la data rilevante per la dichiarazione di insolvenza è quella dell'avvio della l.c.a. che segue la risoluzione con cessione dell'attivo, il giudice tenuto a dichiarare l'insolvenza finisce per pronunciarsi non sull'insolvenza causata dai legali

rappresentanti della banca *in bonis*, ma per obliterare l'insolvenza in cui necessariamente versa la scatola vuota che risulta dalla cessione, con la conseguente paradossale conclusione di esonerare gli amministratori della banca pre-risoluzione da ogni responsabilità, la quale potrebbe essere invece addebitata ai commissari speciali chiamati a risolvere la crisi. Il tema non è nuovo, essendo noto che anche prima dell'avvento della risoluzione, in ipotesi di avvio di l.c.a. a seguito di a.s., non sono mancati i casi in cui i componenti degli organi amministrativi della banca *in bonis* erano portati, per strategia difensiva, a riferire la crisi all'operato dei commissari della a.s.²⁰.

A non diverse conclusioni si deve pervenire ove si ritenga, come pure pare doveroso, che la dichiarazione di insolvenza sia funzionale all'esperimento delle azioni revocatorie. Per questo la banca, anche nel corso della risoluzione, può essere dichiarata insolvente su istanza dei commissari della risoluzione. Ma se questa è la finalità, se ne deve trarre che la sentenza debba verificare se lo stato di insolvenza ricorra non con riferimento alla situazione verificatasi dopo la cessione dell'attivo alla banca ponte, ma prima, vale a dire alla situazione che esisteva alla data dell'avvio della risoluzione (art. 36, co. 1 e 2)²¹.

Se così è, tuttavia, resta da chiedersi a che cosa serva la disposizione contenuta nell'art. 38, co. 3, d.lgs. 180. Ad avviso di chi scrive, si tratta di una disposizione non superflua che prende in esame non già l'ipotesi generale di dichiarazione dell'insolvenza nell'ambito della risoluzione ma, appunto, le ipotesi in cui le azioni di risoluzione prevedano cessioni o altre operazioni che, svuotando la banca in crisi di parti consistenti del patrimonio, impongano l'avvio di una l.c.a. In tal caso, il soggetto così depauperato, che un tempo fu la banca in crisi, può essere dichiarato insolvente ex art. 38, co. 3, d.lgs. 180, con il pregio di eliminare ogni dubbio circa la possibilità di

²⁰Cfr. SANTONI, *op. cit.*, p. 523, nota 15.

²¹Cfr. STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, n. 2/2016, p. 579.

procedere in tal senso (giacché, se la norma non esistesse, si potrebbe revocare in dubbio la possibilità di dichiarare l'insolvenza di una banca che avendo perso azienda, attivo e autorizzazione all'attività potrebbe aver perso anche la qualità di imprenditore commerciale necessaria per l'esposizione alle procedure concorsuali e per la dichiarazione di insolvenza, stato, lo si è detto, cui solo l'impresa può versare).

Tuttavia, anche nell'ipotesi prevista dall'art. 38, co. 3, d.lgs. 180, si deve ritenere che la dichiarazione di insolvenza debba seguire il procedimento previsto dalle norme del t.u.b. (art. 82) e che i relativi effetti vadano verificati anche con riferimento al momento dell'avvio della risoluzione, pena altrimenti l'inesperibilità delle azioni civili e penali nei confronti dei destinatari delle regole in materia di responsabilità (non necessariamente i commissari, ma coloro che l'insolvenza hanno prodotto) e la confusione in ordine al *dies a quo* per il calcolo del decorso dei periodi sospetti, i quali non possono che far data, a ritroso, dall'avvio della risoluzione (se, a quella data, vi è insolvenza).

5. Le considerazioni che si sono svolte conducono al cuore dell'ultimo problema. La sentenza in commento si segnala perché in essa non si ritengono *contraddittori necessari* nel procedimento per la dichiarazione di insolvenza gli amministratori di Carife *in bonis*, ossia quei soggetti la cui posizione potrebbe essere incisa dalla dichiarazione di insolvenza.

Si legge nel provvedimento che i reclamanti hanno impugnato la decisione del Tribunale sostenendo di essere stati illegittimamente pretermessi dal giudizio, pur se attivamente legittimati a parteciparvi in quanto portatori di "interessati qualificati" ex artt. 18 e 195, comma 5°, l.f., (disposizione richiamata dall'art. 82 t.u.b.). Si tratta di interessi particolarmente pregnanti visto che la dichiarazione di insolvenza può comportare per i cessati rappresentanti della banca posta in l.c.a. conseguenze civili (azioni di responsabilità ex art. 146 l.f.) e penali (cfr. artt. 203 e 237 l.f.).

La Corte, pur riconoscendo in capo ai reclamanti la titolarità dei predetti “interessi qualificati”, ha comunque rigettato il reclamo ritenendo che la pretermissione dei rappresentanti della banca (in carica prima della lunga a.s. iniziata nel 2013) non integrasse una lesione del contraddittorio.

Il percorso argomentativo della decisione si fonda sulla lettera della legge, là dove essa prevede che l’insolvenza vada accertata «al momento di emanazione del provvedimento di liquidazione coatta» (art. 82, comma 2°, t.u.b.).

Sicché, per la Corte, gli organi titolari del diritto di essere *sentiti* si identificherebbero *letteralmente* con quelli muniti dei relativi poteri «immediatamente prima dell’emanazione del provvedimento stesso, o al più in quello in carica al momento in cui si fa risalire detta insolvenza, se anteriore, non rinvenendosi altrimenti un criterio sicuro per individuare un soggetto che potrebbe essere mutato più volte nel corso del tempo per i motivi più svariati»²². Rilevato che Carife risultava posta in l.c.a. a seguito di una procedura di a.s. durata due anni, e dopo la conseguente risoluzione, la Corte aggiunge: «dal punto di vista formale, è evidente che i precedenti (e “cessati”) l.r. di CARIFE *ante* l.c.a. erano il commissario della risoluzione e i commissari straordinari della a.s.», con conseguente necessità di citare in giudizio – per l’integrità del contraddittorio – solo questi ultimi e non anche i rappresentanti della banca *in bonis* (*i.e.* quelli cessati con l’avvio della a.s.).

Se questa impostazione è corretta sul piano formale e processuale, da un punto di vista sostanziale se ne deve trarre che nelle ipotesi in cui l’insolvenza sia dichiarata *in esito* alla risoluzione (ex art. 38 d.lgs. 180/2015), e ove non ne sia dimostrata la ricorrenza anche in data anteriore (ad esempio, all’avvio o nel corso dell’a.s.), i cessati legali rappresentanti della banca *in bonis* non solo non devono essere sentiti, ma nemmeno possono ritenersi esposti alle conseguenti azioni civili o

²²I giudici del reclamo citano sul punto Cass. civ., sez. I, 2 dicembre 2010, n. 2454, in *Fallimento*, 2011, 561, la quale però concerne il caso di commissariamento e successiva l.c.a. di società cooperativa.

penali (pena altrimenti la compressione del diritto di difesa costituzionalmente rilevante²³). E, infatti, nel caso di specie la Corte non ha mancato di rilevare come non vi fosse prova circa la manifestazione dell'insolvenza al momento dello scioglimento degli organi in carica nel periodo precedente alla sottoposizione dell'a.s.

Tuttavia questa impostazione può avere l'effetto di svuotare di contenuto l'art. 82, comma 1, t.u.b. nei casi in cui i commissari straordinari di una a.s. non presentino, o non presentino per tempo, il ricorso per la dichiarazione di insolvenza. Se, infatti, il ricorrere dell'insolvenza non viene obliterato da un tribunale in quel momento e, in seguito, la banca viene posta in l.c.a., si finisce con il perdere la possibilità fattuale (prima ancora che giuridica) di pervenire all'identificazione dei soggetti cui imputare il deterioramento economico finanziario della banca.

A ciò si aggiunga, nel mutato quadro che fa seguito al recepimento della BRRD, che l'impostazione seguita dalla Corte bolognese, portata ad estreme conseguenze, potrebbe implicare una disapplicazione *di fatto* dell'art. 36 d.lgs. 180/2015 il quale espressamente prevede che lo stato di insolvenza dell'ente sottoposto a risoluzione vada accertato «avendo riguardo alla situazione esistente al momento dell'avvio della risoluzione». Anche in questo caso, ove i commissari della risoluzione non chiedano immediatamente l'accertamento dell'insolvenza o, come nel caso di specie, la risoluzione implichi lo svuotamento del patrimonio della vecchia banca, i *manager* che avevano condotto la banca all'insolvenza potrebbero (non tanto, non “essere sentiti”, quanto piuttosto) essere esonerati da tutte quelle responsabilità che vedono nella dichiarazione di insolvenza un presupposto applicativo. E, ciò, sol se vi sia stata soluzione di continuità tra la loro carica e il procedimento per dichiarare l'insolvenza nell'ambito della l.c.a.

Si tratta di un rischio tanto più concreto nei casi come quelli di specie: se, infatti, l'avvio della risoluzione è preceduto dall'a.s., l'interpretazione della Corte con-

²³Cfr. DESIDERIO, *Commento sub art. 82*, in *Commentario tub*, a cura di Capriglione, 2a ed., I, Padova, 2001, 641 ss.

duce a ritenere che nessun legale rappresentante della banca *in bonis* debba essere sentito, con la conseguenza che il mero fatto di disporre l'a.s. *prima* della risoluzione produrrebbe l'effetto perverso di "salvare" gli amministratori cessati con l'avvio dell'a.s. stessa²⁴.

È vero che il caso di Carife (come quello delle altre banche risolte nel novembre 2015) è in tutto particolare, anche perché nulla impone di procedere secondo lo schema "a.s. – risoluzione – l.c.a." seguito in via straordinaria e in ragione di contingenze speriamo non ripetibili. L'intenzione del legislatore non sembra, infatti, articolata secondo lo schema seguito in questi casi pilota, bastando sul punto rinviare alla lettura dell'art. 36 d.lgs. 180/2015 il quale non postula affatto che la risoluzione sia preceduta dall'amministrazione straordinaria.

Tuttavia, tale disposizione, nell'imporre di accertare l'insolvenza al momento dell'avvio della risoluzione, sembra comportare la necessaria applicazione dell'art. 82 t.u.b. identificando quali contraddittori necessari i cessati rappresentanti della banca *in bonis*, ossia quelli il cui operato ha configurato i presupposti della risoluzione. Se così non fosse, e si interpretasse la disposizione nel senso di identificare i cessati rappresentanti con gli eventuali commissari precedenti a quelli della risoluzione, si finirebbe con il rimettere alla solerzia di questi ultimi, o alla durata delle operazioni di risoluzione, e comunque ai tempi della Giustizia, il momento dell'individuazione dell'insolvenza e, con esso, la scelta dei contraddittori necessari nel relativo giudizio.

Le considerazioni che precedono pongono quindi una questione di fondo che non è limitata alla ricerca del "momento dell'insolvenza", quanto piuttosto all'individuazione dell'insolvenza stessa, nei momenti in cui essa *avanza*, nell'ipotesi

²⁴Del resto, anche parte della dottrina mostra di ritenere che a seguito dell'introduzione della risoluzione l'a.s. sia divenuta una procedura del tutto residuale, resta il fatto che essa è un istituto vigente, il quale non è stato sostituito né intaccato dalla risoluzione perché si tratta di istituti diversi, con finalità differenti e attivabili al ricorrere di presupposti non coincidenti (potendo la risoluzione essere disposta solo se ricorre un interesse pubblico che, invece, non è richiesto dalla a.s.), cfr. l'analisi recente di CASTIELLO D'ANTONIO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nel nuovo quadro normativo. Profili sistematici*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, n. 2/2016, pp. 551 ss.

in cui essa abbia conosciuto più stadi progressivi, come avvenuto nel caso di specie.

È infatti indubbio che nel caso delle quattro banche, tra cui Carife, vi siano state almeno due stadi dell'insolvenza: quello forse coincidente con il dissesto, che ha imposto l'avvio della risoluzione, e quello prodottosi in esito alla risoluzione per scelta dell'autorità di risoluzione (che ha confinato le perdite nel contenitore vuoto di cui si discute).

È evidente che per quanto riguarda l'insolvenza del "contenitore vuoto" (art. 38 d.lgs. 180/2015), le conclusioni cui perviene la Corte bolognese sono condivisibili.

Con riferimento invece allo stadio precedente, quello cioè dell'insolvenza emersa (o che avrebbe potuto emergere) al momento dell'avvio della risoluzione, l'art. 36 d.lgs. 180/2015, richiamando l'art. 82 t.u.b., impone di ritenere che siano sentiti anche i cessati rappresentanti della banca *in bonis* perché presuppone un'analisi delle cause di *quello stadio* dell'insolvenza. E tale analisi potrebbe ben involgere la posizione dei cessati legali rappresentanti poi sostituiti dai commissari dell'a.s.

Con ogni possibilità, nel caso di Carife, visto il lungo tempo trascorso, non si sarebbe comunque giunti a una dichiarazione di insolvenza che potesse fondare la responsabilità degli amministratori che avevano preceduto i commissari dell'a.s. Tuttavia, il fatto che la decisione del caso di specie sia immune da vizi sostanziali non deve indurre a generalizzare il principio per cui i cessati legali rappresentanti *ante* procedure non debbano essere sentiti.

Essi appaiono, infatti, rivestire la condizione archetipica – almeno di norma – di contradditori necessari alla luce dei principi della legge fallimentare (art. 18 l.f.)²⁵. Ciò proprio perché ove nel corso dell'istruttoria si pervenga alla identificazione di una insolvenza (*rectius*: di uno stadio dell'insolvenza) prodottasi prima dell'avvio della riso-

²⁵Anche se si deve segnalare quella giurisprudenza amministrativa (cfr. da ultimo TAR Lazio, 22 ottobre 2015, n. 12123) non ritiene applicabile analogicamente l'art. 18 l.f. sul reclamo del debitore contro la sentenza che dichiara il fallimento.

luzione, e ove tale insolvenza sia eziologicamente ricollegabile agli atti dei rappresentanti cessati prima del primo commissariamento, questi non potrebbero contraddire, con conseguente ingiustificata compressione del loro diritto di difesa²⁶.

Eduardo Rulli

*Ricercatore di diritto commerciale
nell'Università Niccolò Cusano di Roma*

²⁶Valutazione compiuta nel caso di Banca Etruria e di Carichieti, v. ancora i commenti di LEMMA e ROSSANO, nota 4 che precede. Tale conclusione è confortata, oltre che dalle prima citate decisioni pubblicate in questa *Rivista*, da altri precedenti in materia di dichiarazione di insolvenza di banche poste in l.c.a. a seguito di a.s. Si vedano, tra le altre, una sentenza Tribunale Milano, sez. II, 1° febbraio 2012, disponibile su *ilcaso.it*, nella quale il collegio giudicante, proprio nel caso di dichiarazione di insolvenza nell'ambito di una l.c.a. preceduta da a.s., ha ritenuto quali contraddittori necessari non già i commissari dell'a.s., ma il presidente e l'amministratore delegato della banca *in bonis*. In termini analoghi si è recentemente pronunciato il Tribunale di Sciacca: «nel corso del procedimento venivano ascoltati, in aderenza a quanto stabilito dall'art. 82 t.u.b. [...] non solo i legali rappresentanti [...], ma anche il commissario straordinario»²⁶ (Tribunale di Sciacca, sez. unica, 16 febbraio 2016, disponibile su *ilcaso.it*). Cfr. altresì per i profili di oggettivo interesse che riveste con riguardo al caso concreto in commento v. anche Trib. Palermo 20 febbraio 1999, in *Dir. fall.*, 1999, 425, secondo cui non «osta alla verifica giudiziaria dello stato d'insolvenza l'avvenuta cessione delle attività e delle passività della banca posta in essere dai commissari liquidatori dopo che è stata disposta la liquidazione coatta amministrativa, in quanto, ai sensi dell'art. 202 l. fall., per l'esistenza dello stato d'insolvenza deve farsi riferimento alla data del decreto che ha disposto la liquidazione e la cessione, anche se programmata nel corso della gestione straordinaria, è atto di liquidazione e non di sanatoria dell'impresa».