

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

4 / 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. Masera
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, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, 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, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, L. Ludovici, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Rabitti, 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 Donna, L. Ludovici, S. Martuccelli, M. Maugeri,
M. Pellegrini, M. Rabitti, R. Restuccia, I. Sabbatelli, D. Siclari, P. Valensise

PARTE PRIMA

ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Tutela giurisdizionale e processo economico* (Judicial Protection and Economic Process).....384

FRANCESCO GUARRACINO – *Le misure di sostegno pubblico straordinario* (The extraordinary public financial support).....398

ANDREA SACCO GINEVRI – *Il gruppo bancario nella direttiva BRRD* (Banking group regulation under BRRD Directive).....418

VARIETÀ

VINCENZO TROIANO – *Note a margine del volume ‘La Brexit tra finanza e politica’ di Francesco Capriglione e Renato Ibrido* (Comments on the book “La Brexit tra finanza e politica” written by Francesco Capriglione e Renato Ibrido).....434

GIORGIA BIFERALI – *Il Social lending. Problemi di regolamentazione* (Social lending. Regulatory issues).....443

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

VALERIO LEMMA – *Mercato interno e offerta fuori sede: i poteri dell'autorità dello Stato membro ospitante* (Internal market and door-to-door selling: the powers of the authority of the host Member State) nota a Cassazione civile del 4 gennaio 2018, n. 70.....145

PARTE PRIMA

ARTICOLI

TUTELA GIURISDIZIONALE E PROCESSO ECONOMICO *

(Judicial Protection and Economic Process)

ABSTRACT: *This essay focuses on the judicial role in the context of the economic process, considering the fact that the judicial protection should take into account EU standards and, more in general, basic principles of the globalization. This analysis shows how, at today, a legal interpretation activity shall be carried out through a complex balance process, in which different interests should converge. Thus, potential uncertainties should arise as a consequence of the difficult reading of EU laws and regulations, which often require a challenging and innovative application compared with the traditional legal framework that, since long time ago, regulates the financial markets. In this regard such new trends affect the judicial remedies. This happens because the evaluation of subjective positions, to be conducted taking into consideration also the growing importance of the economic framework, implies a range of judicial competences wider compared with the past.*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. *Mercato e giurisdizione*: gli orientamenti della giurisprudenza. - 3. La giustizia amministrativa di fronte alle implicazioni della crisi economico finanziaria. - 4. *Segue*: la linea decisionale *ambivalente* del Giudice amministrativo

1. Per valutare compiutamente il ruolo che attualmente svolge il Giudice nelle dinamiche del processo economico necessita - a mio avviso - ripercorre le tappe della significativa svolta recata al nostro ordinamento dal passaggio da un diritto con prevalente carattere nazionale, ad un altro di ampia rilevanza europea. Ci si riferisce, in particolare, alla configurazione di una realtà giuridica nella quale le ga-

*Testo dell' *Intervento* svolto nel convegno *Il giudice e l'economia*, Università di Trento, 30 nov./1° dicem. 2017.

ranzie della tutela giurisdizionale tengono conto dei principi condivisi in ambito UE e, più in generale, dei criteri a base della 'globalizzazione' che contraddistingue le relazioni intersoggettive e quelle economiche.

Si individuano i presupposti di innovative modalità nella ricerca di idonee tecniche per l'affermazione dei *diritti*, incentrate soprattutto sulla conoscenza dei processi economici, ora posti a sostegno del primato dei diritti fondamentali.

La riflessione deve tener conto, quindi, di alcune significative trasformazioni in atto nel nostro sistema giuridico, quali - ad esempio - il superamento della nota distinzione tra diritto *pubblico* e *privato*¹, nonché della crescente espansione della giurisdizione amministrativa, la quale - sul piano sostanziale - si risolve in un ridimensionamento della stessa capacità interventistica dell'Amministrazione². A ciò si aggiunga la costituzione di apposite entità (quali: l'Arbitro per le Controversie Finanziarie e l'Arbitro Bancario Finanziario), preordinate a finalità di prevenzione (nell'avvio di azioni giudiziarie) e di semplificazione nella risoluzione delle controversie, con le quali si è dato vita ad una sorta di giustizia privata, contraddistinta da decisioni che, non essendo riconducibili all'*agere* giudiziale (volto all'accertamento del diritto), si compendiano in un'azione di *natura giustiziale* (finalizzata a dare giustizia sia pure in modalità non direttamente coercitive e con riflessi che si registrano essenzialmente a livello reputazionale) propria della P.A.³

Sotto altro profilo, viene in considerazione il significato al presente riconosciuto nella prassi negoziale al «contratto», considerato strumento di promozione per lo sviluppo della economia. L'analisi del rapporto tra «contratto e mercato» assume, infatti, peculiare centralità nell'approfondire l'*essenza* delle relazioni che si svolgono nell'attuale contesto economico finanziario, consentendo una chiara pre-

¹Cfr. ALPA, *Dal diritto pubblico al privato*, parte prima, Modena 2017, p. 8.

²Cfr. MONTEDORO, *Il giudice e l'economia*, Roma, 2015, *passim*, ma in particolare p. 107 ss.

³Cfr. CAPRIGLIONE, *Il ruolo dell'ABF tra funzione giustiziale e supervisione bancaria*, in AA.VV., *Abf e supervisione bancaria*, Padova, 2011, p. 7 ss.

sa d'atto della complessità che, oggi, caratterizza le modalità di composizione tra domanda e offerta, nonché della funzione assolta dal mercato nel sollecitare l'attività di scambio⁴ E' evidente come il Giudice sia chiamato ora a svolgere un'analisi delle convergenze tra le differenti forme d'intervento poste in essere dagli operatori (*i.e.* misure organizzative, detipizzazione dei prodotti finanziari e presidi di correttezza comportamentale) in vista di un efficiente funzionamento dei mercati; ciò ravvisando negli effetti della normativa di protezione non già un sistema di limitazioni alla cooperazione, ma l'introduzione di nuove forme di *incentivi*⁵.

Nello scenario testé descritto - caratterizzato dal superamento della rigida divisione delle funzioni dello Stato, per cui di sovente «il giudice amministra» e «l'amministrazione si fa giudice»⁶ - l'interpretazione giuridica si realizza attraverso operazioni di bilanciamento sempre più complesse, nelle quali dovrebbero convergere posizioni diverse. Da qui la possibilità di *incertezze* determinate, tra l'altro, dalla difficoltà di fare chiarezza sui contenuti normativi della regolazione di provenienza europea, la quale appare di non facile applicazione e di certo innovativa rispetto alla logica ordinatoria che, per lungo tempo, ha contraddistinto la disciplina giuridica dei mercati finanziari⁷. A ciò si aggiunga un generalizzato clima di sfiducia verso le istituzioni rappresentative che si pone a fondamento di una «crisi della politica»; a questa conseguono pressanti interrogativi in ordine alla permanente effettività di una produzione normativa idonea a realizzare una adeguata cornice di regole puntuali e facilmente verificabili in grado di governare le pratiche democratiche.

Detta realtà si riflette in una profonda trasformazione dei processi decisionali, «contribuendo a sviluppare forme di interazione essenzialmente atomistiche gui-

⁴Cfr. OPPO, *Contratto e mercato*, in *Vario diritto. Scritti giuridici*, Padova, 2005, vol. VII, p. 193 ss.

⁵Cfr. SHAVELL, *Foundations of economic analysis of law*, London, 2004, p. 289 ss.

⁶Cfr. MONTEDORO, *Mercato e potere amministrativo*, Napoli, 2010, p. 331.

⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *L'Europa e le banche. Le 'incertezze' del sistema italiano*, in *Aperta contrada* del 6 marzo 2017.

date dalle suggestioni della demoscopia e dalle nuove tecnologie»⁸ I limiti derivanti da un crescente intreccio fra *austerity*, populismo euroscettico e avvento dell'ideologia della rete incidono in maniera significativa sull'essenza del prodotto legislativo, quale è dato configurare in base ad un procedimento parlamentare visibile, aperto e indeterminato nell'esito. Ed invero, la legge sembra perdere la sua peculiare capacità di gestire i conflitti sociali nel quadro del principio costituzionale di solidarietà: la regolazione si presenta priva di una strategia di sistema, in un contesto caratterizzato dalla progressiva erosione dei tradizionali metodi di mediazione politica.

Il Giudice si trova di fronte ad enunciati normativi riferibili, in via prevalente, ad un legislatore che non appare in grado di armonizzare ed omogeneizzare l'armatura concettuale che offre consistenza ad indirizzi culturali differenti. Per converso, i nuovi istituti di sovente si sovrappongono a concetti giuridici ritenuti fondamentali e si assiste a forme di impropria interazione tra i metodi esegetici destinati a definire i modelli in concreto applicabili.

Conseguentemente l'intervento del Giudice, in ambito economico, si orienta verso la identificazione dei fondamenti teorici dell'azione autoritativa con riguardo vuoi alle riforme legislative che incidono sugli assetti sistemici degli operatori, vuoi sul processo di formazione dei contratti (c.d. *legal overriding of contracts*), ricondotti ad una volontà statale volta ad evitare che questi ultimi presentino esternalità negative penalizzanti per una delle parti negoziali. Ciò con riflessi di duplice natura: la tendenza all'acquisizione di un ruolo forte del Giudice amministrativo come «giudice dell'economia»⁹ e la lamentata interferenza della giurisdizione amministrativa sul potere pubblico di programmazione, autorizzazione, incentivazione o regolazio-

⁸Cfr. CAPRIGLIONE - IBRIDO, *La Brexit tra finanza e politica*, Milano Assiagio, 2017, p. 100.

⁹Cfr. CORAGGIO, *Discorso di insediamento del Presidente del Consiglio di Stato* del 19 aprile 2012, in *Giorn. dir. amm.*, 2012, p. 685 ss.

ne delle attività economiche¹⁰.

Alla luce di quanto precede può dirsi che diviene ineludibile una chiarificazione del rapporto tra «giustizia» ed «economia» e, più in generale, della relazione tra potere economico e politico. Tale chiarificazione è strettamente correlata alle modalità di svolgimento dell'analisi del Giudice la quale - nel recare un contributo essenziale alla valutazione delle forme attraverso cui si articola l'intervento pubblico sui vari ambiti della regolazione economica - tradizionalmente ha agito da *cerniera* tra le nuove tecniche di controllo del potere e la salvaguardia dei valori della 'Stato di diritto'; valori che hanno trovato compiuta collocazione, oltre che nella legge costituzionale, anche in espresse, consolidate formulazioni normative.

Ne consegue che, a distanza di un secolo dalla sua originaria formulazione, trova oggi conferma l'assunto secondo cui in presenza di significativi cambiamenti della realtà socio economica di riferimento è indispensabile procedere ad una rivisitazione degli 'scopi del diritto' e, contestualmente, ad una revisione delle 'modalità tecniche' con cui applicarne i precetti¹¹

2. Ciò posto, è noto che il principio di legalità, su cui si reggono le democrazie liberali occidentali, riconduce alla legge il potere di stabilire le condizioni che consentono di pervenire alla limitazione dei diritti¹². Tale principio assume potenzialità diverse a seconda del livello ordinamentale nell'ambito del quale è tutelato; peraltro, indipendentemente dalla declinazione prescelta dello stesso, resta ferma la necessità di una solida *cultura delle regole*¹³ che diviene indispensabile presuppo-

¹⁰Cfr. FELTRI, *L'incomprensibile funzione del Tar*, in *Libero* del 7 settembre 2017.

¹¹Cfr. POUND, *An Introduction to the Philosophy of Law*, New Haven, 1922, trad. it., Bologna, 1981.

¹²Cfr. *ex multis*, VOGLIOTTI, *Legalità*, in *Enc. dir.*, *Annali* VI, 2013, p. 371 ss.

¹³Cfr. per tutti ALPA, *La cultura delle regole*, Bari, 2009; ID., *Giuristi e interpretazioni*, Genova, 2017, ove si rinviene una lucida analisi dei fattori sociali ed economici, nonché delle esigenze della

sto per il superamento dei 'mali' della giustizia. Orbene, tra le disfunzioni di quest'ultima viene in considerazione soprattutto la lentezza del processo civile, la quale ha inevitabili ripercussioni negative sulla competitività e sulla propensione a investire¹⁴

Alla giurisdizione ordinaria - strutturalmente concepita per pronunciarsi sui diritti originati da relazioni giuridiche paritetiche - spetta il compito di favorire la determinazione di una nuova *lex mercatoria* preordinata a conferire sicurezza alle contrattazioni e, dunque, ad incrementare la *fiducia* nel mercato, favorendone la crescita in termini quantitativi e qualitativi.¹⁵ E' evidente come siano destinate a cambiare le modalità di assunzione dei rimedi giurisdizionali: la verifica delle posizioni giuridiche soggettive, in relazione allo spazio crescente riservato dalla regolazione al dato economico, richiede ora un necessario allargamento delle competenze tipicamente proprie dei componenti dell'ordine giudiziario. Decisioni adeguate alla nuova realtà di riferimento postulano un'analisi dei fatti tecnici ed economici, la cui specificazione richiede profonda capacità di comprensione, in grado di superare la frammentazione normativa in cui talora le discipline settoriali si articolano¹⁶

Appaiono, oggi, lontani nel tempo gli interventi del Giudice che recano un significativo apporto alla protezione degli amministrati, sì come è dato riscontrare alla fine degli anni novanta del novecento nella sentenza della Cass., sez. un., 500/99, che ha ammesso la riconducibilità dell'interesse legittimo nella fattispecie della responsabilità aquiliana. La configurabilità di una «responsabilità civile» della P.A. per gli atti che risultino emanati in violazione di norme di azione - e, dunque, non com-

teoria e della prassi sottese alla cristallizzazione di regole legislative e degli orientamenti giurisprudenziali.

¹⁴Cfr. sul punto RAGAZZI, *Costa cara la giustizia civile negata*, visionabile su www.lavoce.info/archives/42452/costa-cara-la-justizia-civile-negata.

¹⁵Cfr. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 2010.

¹⁶Cfr. TROIANO, *Potere, tecnica e proporzione nel volume «Il giudice e l'economia» di Giancarlo Montedoro*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, p. 319 ss.

portanti lesione di un diritto soggettivo - faceva riferimento all'*interesse materiale* sotteso all'interesse legittimo, puntualizzando che la relativa «lesione (in termini di sacrificio o di insoddisfazione) può concretizzare danno». Tale tesi, con riguardo alla materia economico-finanziaria, segnò - come ebbero modo di segnalare ad inizio millennio - una svolta in ordine alle modalità di esercizio del sindacato giudiziario avente ad oggetto la *discrezionalità* che caratterizza gli interventi delle autorità di settore e, dunque, i poteri alle medesime riconosciuti dall'ordinamento¹⁷

Da qui la «nuova frontiera» dei controlli a tutto campo sull'operato delle autorità finanziarie, per tal via aperta nella prospettiva che ulteriori sviluppi (nel senso della precisazione dei contorni di detta responsabilità) sarebbero stati recati da interventi giurisprudenziali, opportunamente guidati dalla dottrina.

Per converso, nel decorso decennio alcuni studiosi, raffrontando le esigenze del mercato e dell'economia con quelle della giurisdizione, hanno segnalato numerosi esempi di «tentativi di fuga» dalla giurisdizione ordinaria, riguardanti - tra l'altro - la sostituzione dell'autonomia privata al «controllo giudiziale, considerato inefficiente e fonte di ingiustificati ritardi»¹⁸, nonché l'introduzione nell'ordinamento italiano della tutela collettiva risarcitoria¹⁹. A ciò si aggiungano i costi della giustizia che spesso inducono a ritenere poco produttivi i rimedi esperibili, con la conseguenza di far ritenere preferibile la possibilità di rinunciare agli stessi²⁰

Viene a configurarsi una realtà complessiva nella quale *mercato e giurisdizione* implicano «esigenze e valori contrapposti e non... conciliabili», laddove in uno

¹⁷Cfr. CAPRIGLIONE, *Responsabilità e autonomia delle autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla «risarcibilità degli interessi legittimi»*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 26 ss.

¹⁸Cfr. COSTANTINO G., *Economia e processo. Contributo alla definizione delle regole processuali nei conflitti economici*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2009, I, p. 1 ss.

¹⁹Cfr. per tutti ALPA, *L'azione collettiva risarcitoria. Alcune osservazioni di diritto sostanziale*, *Contratti*, 2008, p. 545 e seguenti.

²⁰Cfr. gli *Atti del Seminario «Il costo dei servizi legali per le imprese»*, Roma, 10 ottobre 2007, in www.consiglionazionaleforense.it.

Stato di diritto è indubbio che l'economia deve conformarsi alle 'regole' la cui attuazione non può avvenire «contro la volontà dei consociati»²¹. E' evidente come la complessità e la frammentazione legislativa si scontri con le esigenze del Giudice, donde il dibattito sulla «efficienza della giustizia civile» fondato sulle carenze del sistema e sull'incremento dei costi; dibattito che non può concludersi con la fuga dalla giurisdizione, né con la proposizione di rimedi destinati, sul piano delle concretezze, a restare un mero *wishful thinking*.

3. Analoghe considerazioni vanno prospettate con riguardo alla funzione del Giudice amministrativo cui compete il controllo dell'esercizio dei pubblici poteri e, dunque, assicurare che la sfera giuridica dei privati sia sottratta ad indebite e illegali ingerenze dell'autorità pubblica. Il proliferare delle fonti di produzione del diritto (a seguito dell'affermazione degli ordinamenti sovranazionali e, in particolare, dell'UE), le innovazioni delle forme operative dovute alla 'globalizzazione', l'ampiezza delle transazioni commerciali e dell'operatività finanziaria, la prevalenza della tecnica nella regolazione dei mercati (e, dunque, le modifiche riscontrabili nel governo dell'economia) segnano un mutamento radicale delle modalità con cui viene garantita la salvaguardia giurisdizionale «dell'interesse generale e la tutela della sfera giuridica dei privati da un esercizio distorto, sviato o, comunque, illegale della funzione»²²

In particolare, rileva la considerazione che, negli anni recenti, la giustizia amministrativa ha dovuto fronteggiare le implicazioni della grave *crisi* economico finanziaria che ha colpito il nostro Paese, incidendo ulteriormente sulle difficoltà del processo deliberativo del nostro legislatore. Alle motivazioni dianzi rappresentate

²¹Cfr. COSTANTINO G., *op. cit.*

²²Cfr. DEODATO, *La necessità della giustizia amministrativa*, in *federalismi.it*, n. 21 del 2017, p. 4.

con riguardo alla individuazione di innovative modalità garantistiche dei diritti e degli interessi degli amministrati si aggiunge ora l'esigenza di integrare talune carenze che connotano la formazione della volontà del legislatore, la cui realizzazione, a causa di una politica che presenta un crescente carattere *divisivo*, sembra orientata in modalità differenti rispetto a quelle che caratterizzavano il suo originale impianto ordinatorio. A ciò si aggiunga la necessità di contrastare gli effetti negativi delle mutazioni genetiche determinate dai cambiamenti, disposti in sede UE, degli assetti di vertice dell'ordinamento finanziario europeo a seguito della crisi sopra menzionata; cambiamenti che se, per un verso, recano maggiore stabilità al sistema bancario degli Stati membri, per altro modificano (ridimensionandola) la sfera dei poteri delle autorità nazionali di supervisione.²³

La realtà sulla quale interagisce l'azione della giustizia amministrativa si connota, dunque, per la presenza di una normativa finanziaria spesso caratterizzata da *opacità* e da una sostanziale difficoltà del «sottosistema di amministrazioni pubbliche», titolari della funzione di controllo sugli appartenenti al settore, le quali sembrano pervase da momenti di *incertezza* interventistica. Si individuano, per un verso, i chiari limiti normativi che contraddistinguono la definizione del nuovo 'ordine giuridico del mercato', per altro si accredita l'ipotesi di un'intervenuta perdita dell'originaria 'componente giurisdizionale', in passato ravvisata dalla dottrina nelle deliberazioni assunte dalle autorità del settore finanziario,²⁴ alle cui decisioni di sovente il Giudice aveva riconosciuto carattere di *non modificabilità*.

Si evidenzia, per tal via, il significativo impatto degli eventi in parola sulla

²³Cfr. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2012, I, p. 54; SEPE, *A crisis, public policies, banking governance, expectations & rule reform: when will the horse go back to drink?*, in *Law and economics yearly review*, 2014, I, p. 210 ss.

²⁴Cfr. CARINGELLA, *Le Autorità indipendenti tra neutralità e paragiurisdizionalità*, in *Cons. Stato*, 2000, pp. 541 e ss; CLARICH, *Per uno studio sui poteri dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato*, in AA.VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993, p. 130 ss.

metodologia che guida la giustizia amministrativa, chiamata - in primo luogo - a porre rimedio alle carenze di una legislazione che appare non in grado di rinvenire tempestivamente formule disciplinari idonee ad impedire o, quanto meno, a contenere gli effetti della crisi degli anni 2007 e seguenti. Non a caso nella giurisprudenza costituzionale successiva a quest'ultima si registra l'emersione di un nuovo canone interpretativo, il cd. *argomento della crisi*.²⁵ Da qui l'esigenza di un più compiuto confronto, nel processo, con la interdisciplinarietà delle analisi e, come si è anticipato, con il dato economico, il quale sempre più spesso confluisce nelle motivazioni strategiche delle Corti.

Sotto altro profilo, viene in considerazione la necessità per il Giudice di tener conto del *malessere* che, da alcuni anni, affligge il sistema bancario italiano a causa delle difficoltà legate alla *transizione* (avvenuta negli ultimi decenni) da un sistema di 'mercato controllato' ad un 'sistema concorrenziale' e, dunque, al passaggio dalla cd. vigilanza strutturale ad altra forma di supervisione, incentrata sul controllo del rischio (come tale finalizzata ad assicurare la stabilità), cui unanimemente è stata attribuita la qualifica di 'prudenziale'. Ciò avendo riguardo al fatto che tale malessere si è, poi, tradotto in una progressiva riduzione dei profitti degli enti creditizi, accentuata dagli oneri (di tipo patrimoniale o di altro genere) a questi ultimi imposti soprattutto dalla nuova regolazione europea.

Si delinea, dunque, una situazione nella quale la crisi ha agito da fattore *catalizzatore* nella emersione di un'ampia gamma di problematiche che sollecitano innovativi interventi del Giudice volti a riequilibrare prontamente le situazioni di tensione riscontrabili nel sistema finanziario. Ed invero, l'autorità di vigilanza - limitata

²⁵Cfr., tra le altre, la sentenza n. 10/2010 della Corte Costituzionale in materia di *social card*, che ha giustificato le interferenze dello Stato nelle competenze legislative regionali in relazione alla necessità di soccorrere le fasce della popolazione maggiormente colpite dalla crisi; in letteratura v. BENVENUTI M., *La Corte costituzionale*, AA.VV., *Il diritto costituzionale alla prova della crisi economica*, Napoli, 2012, p. 373 ss.

nel suo *agere* dalla impossibilità di far ricorso alla *moral suasion* ovvero al *bail-out* (sperimentati con successo in passato per salvaguardare i risparmiatori, i livelli occupazionali e l'avviamento delle banche dissestate) - si è spesso trovata nella stringente condizione di incorrere in *ritardi*, come recentemente ha ammesso lo stesso Governatore della Banca d'Italia.²⁶ A ciò si aggiunga la *crisi identitaria* che ha colpito detta autorità a causa della traslazione della gran parte dei suoi poteri di intervento ad organismi europei; situazione cui ha fatto seguito un ridimensionamento della capacità di controllo sugli appartenenti al settore e, dunque, una linea operativa talora connotata da 'incertezze propositive', le quali di certo non sono imputabili ad una mancata volontà di svolgere correttamente le sue funzioni istituzionali.

Significative, in proposito, sono le contestazioni mosse dalla *politica* all'autorità bancaria in occasione di recenti casi di patologia creditizia, culminate in una irrituale *mozione*, presentata alla Camera, relativa alla riconferma del Governatore Visco, dopo la scadenza del suo mandato.²⁷ Del pari, rileva la 'storia' di un *triste* scontro tra alcuni esponenti di vertice della Banca d'Italia e della Consob in un'«audizione» davanti alla *Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario* (cfr. l'editoriale *Bankitalia e Consob agli stracci sulle banche venete*, visionabile su www.huffingtonpost.it/2017/11/09) nel corso della quale - con riferimento alle vicende delle *popolari venete* sottoposte a liquidazione c.a. - si è assistito ad un penoso *rimpallo* di responsabilità tra i rappresentanti delle nominate istituzioni; ciò col risultato di indurre la Commissione a trasformare le audizioni in *testimonianze*, con l'ovvia possibilità di applicare nella fattispecie le regole del processo penale. Vicenda, quest'ultima, che investe il problema della cd. *accountability* delle autorità di supervisione, la cui soluzione appare tanto più necessaria quan-

²⁶Cfr. VISCO, *Intervento alla Giornata mondiale del risparmio del 2017*, bozze di stampa, p. 10.

²⁷Cfr. l'editoriale di BRAMBILLA, intitolato *Perché il no di Renzi a Visco*, visionabile su www.ilfoglio.it/economia/2017/10/19/news; CAPRIGLIONE, *La conferma di Visco. Fine di una triste vicenda di degrado della politica*, in *Apertacontrada* del 30 ottobre 2017.

to maggiori (*rectius*: più specifici) sono i poteri regolamentari alle medesime attribuiti; poteri la cui portata è di ampiezza tale da sfociare spesso in scelte che hanno valenza politica.

Non v'è dubbio che, vivendo in un'epoca di grande trasformazione, la sopravvivenza dei valori che hanno contraddistinto la nostra realtà giuridica dipenderà dalla capacità di guidare il cambiamento e di evitare di essere sopraffatti da quest'ultimo.

E' evidente come gli eventi sopra richiamati - e soprattutto lo scontro istituzionale senza precedenti nelle relazioni tra le autorità pubbliche in parola - appaiono destinati ad avere ripercussioni sul paradigma interventistico del Giudice, in specie di quello amministrativo. Si individuano i presupposti di una azione funzionalmente diversa da quella risalente ad una 'cultura delle regole' mirata a ricondurre la fondatezza delle ragioni genetiche del controllo giurisdizionale al corretto espletamento delle potestà pubbliche. Va da sé che il Giudice, nel procedere a tale innovazione delle forme decisionali, dovrebbe contenere la propria attività in un ambito che, pur assicurando l'effettività dello Stato di diritto, non tralasci in non condivisibili *forme di supplenza* (che ne minano la credibilità); per converso, dovrebbe uscire da una dimensione che spesso si caratterizza in chiave reattiva, per svolgere, invece, un ruolo propositore nel definire le linee di un'utile programmazione socio giuridica.

4. Passando all'analisi delle modalità che connotano gli interventi del Giudice amministrativo nelle fattispecie sottoposte al suo esame, sul piano delle concretezze si riscontra una linea decisionale che potremmo definire *ambivalente*.

Ed invero, i giudizi talora mostrano la propensione a sostenere l'interesse pubblico che si ritiene sia incarnato nel soggetto amministrazione, talaltra denotano la preoccupazione di non oltrepassare i limiti della propria competenza nelle valuta-

zioni riguardanti l'esercizio di una 'discrezionalità tecnica' che si considera non sindacabile nella sua pienezza. Conseguo un atteggiamento che risulta nella sostanza appiattito su un'acritica adesione alle decisioni delle amministrazioni (in particolare di quelle di controllo del settore finanziario), le quali solo in rarissimi casi hanno visto l'adozione di provvedimenti giurisdizionali contrari alle determinazioni da esse assunte; come, del resto, come è dato desumere - tra l'altro - da alcune puntuali analisi statistiche predisposte dalla stessa Banca d'Italia.²⁸

Per converso, non mancano fattispecie nelle quali sembra potersi ravvisare un orientamento di segno opposto; donde la presenza di decisioni che si qualificano per l'eccessiva espansione della giurisdizione amministrativa. Tale evenienza è stata affrontata dalla Corte di Cassazione che, in molteplici sentenze, ha ribadito i confini del potere giurisdizionale in parola, ora sottolineando che non è consentita la sovrapposizione del Giudice all'amministrazione in base ad una dichiarazione di *non condivisione* della valutazione,²⁹ ora chiarendo che il sindacato del Giudice amministrativo afferisce unicamente alla *congruità* ed alla *logicità* dell'atto discrezionale della P.A.,³⁰ ora infine puntualizzando che, nelle valutazioni delle commissioni di concorso, resta esclusa la possibilità di un intervento demolitorio su *valutazioni attendibili* anche se opinabili.³¹

Da qui l'aspettativa di un auspicabile cambiamento dei menzionati indirizzi giurisprudenziali che contraddistinguono la posizione del Giudice italiano, spesso impegnato nel compito di definire la fattispecie sottoposta al suo esame, se del caso integrando, a livello interpretativo, gli elementi costitutivi della stessa a fronte di evidenti carenze del sistema normativo ovvero in presenza di meccanismi disciplinari di indubbia complessità.

²⁸Cfr. al riguardo i dati pubblicati su www.bancaditalia.it/chi-siamo/provvedimenti/index.html.

²⁹Cfr. Cass. S.U., n. 2312 del 2012.

³⁰Cfr. Cass. S.U., n. 3622 del 2012.

³¹Cfr. Cass. S.U., n. 8412 del 2012.

Naturalmente, tale meta sarà perseguibile se dalla realtà giuridica di riferimento verranno meno le sollecitazioni al superamento dei limiti del sindacato giurisdizionale; ferma restando, peraltro, l'esigenza di non sminuire la incisività del ruolo del Giudice. Un *input* propulsivo, al riguardo, potrà venire dai lavori della dottrina, a patto che essa – superando alcuni recenti approcci “*case-law centrici*” – riesca a recuperare quell'orizzonte di ricerca critico-sistematica che contraddistingue la sua storica funzione di organizzatrice di cultura.³²

Francesco Capriglione

³²Cfr. tra gli altri CERVATI, *Per uno studio comparativo del diritto costituzionale*, Torino, 2009, il quale mette in guardia da analisi schiacciate sullo studio della sola giurisprudenza.

LE MISURE DI SOSTEGNO PUBBLICO STRAORDINARIO * **

(The extraordinary public financial support)

ABSTRACT: *The aim of this paper is to analyse the extraordinary public financial support regulated by the Bank Recovery and Resolution Directive (Directive 2014/59/EU of 15 May 2014) from the point of view of Italian transposition and implementation measures (D.Lgs. 16.11.2015, n. 180; D.L. 23.12. 2016, n. 237; L. 17.12.2017, n. 15). Particular reference is made to public support measures which take form of an injection of public funds or purchase of capital instruments of a credit institution in order to remedy a serious disturbance in the economy of a Member State and preserve financial stability.*

SOMMARIO: 1. Le misure di sostegno finanziario pubblico straordinario nel quadro sovranazionale. - 2. Rapporti con la disciplina degli aiuti di Stato. - 3. Il quadro nazionale: recepimento ed implementazione della disciplina europea relativa alle misure di sostegno finanziario pubblico straordinario. - 4. Cenni sulle misure di garanzia dello Stato. - 5. Gli interventi di rafforzamento patrimoniale. - 6. In particolare, il caso dell'intervento di rafforzamento patrimoniale tramite acquisto di azioni. - 7. Il procedimento in sintesi. - 8. L'iniziativa e la fase istruttoria. - 9. Conclusione: gli interessi e i poteri decisorii.

1. Il tema del sostegno finanziario pubblico straordinario di cui qui ci si occupa è quello dell'intervento diretto della mano pubblica in soccorso delle aziende creditizie e finanziarie in situazione, anzitutto, di criticità pre-crisi. E' pubblico perché accordato dall'autorità statale o sovrastatale con oneri a carico della fiscalità generale, è straordinario, od almeno tale dovrebbe essere, perché previsto e consentito in situazioni connotate da profili di eccezionalità, legate ad una condizione, attuale e non meramente prospettica, di grave perturbazione dell'economia.

*Contributo approvato dai revisori.

**Il presente scritto riproduce, con l'aggiunta di note, il testo della relazione svolta al Convegno "La gestione delle crisi bancarie" (Università degli Studi di Sassari, 16 e 17 giugno 2017).

Le misure di sostegno finanziario pubblico straordinario, dunque, non sono nient'altro che aiuti¹, erogati a livello nazionale (ed allora aiuti di Stato) o a livello sovranazionale (nel qual caso cambia il nome, ma non la sostanza), consentiti dal legislatore in via eccezionale in relazione alla particolarità della situazione alla quale debbono rimediare.

Per vero, il quadro sovranazionale, segnatamente quello della dir. n. 2014/59/UE (c.d. BRRD), ci consegna due diverse macro-tipologie di intervento pubblico finalizzate alla preservazione od al ripristino di condizioni di solidità, liquidità o solvibilità degli enti creditizi e degli altri soggetti specificamente presi in considerazione dal legislatore europeo (imprese d'investimento, società di partecipazione finanziaria e mista e loro succursali e filiazioni²).

Da un lato vi sono, infatti, le misure di sostegno finanziario pubblico straordinario che servono a prevenire il dissesto ovvero il rischio di dissesto dell'impresa (cfr. art. 32, § 4, lett. d, BRRD) quando questi dipendono da condizioni di natura essenzialmente esogena rispetto ad essa, come si dirà tra poco; sono volte a scongiurare il pericolo di risoluzione dell'impresa e, perciò, perseguono la stessa finalità assegnata alle misure d'intervento precoce (cfr. art. 27 e *consid.* 40 della BRRD) che, però, intervengono su cause e problemi di tipo essenzialmente endogeno rispetto all'impresa.

Dall'altro lato, invece, vi sono le misure di sostegno finanziario pubblico straordinario (art. 56 ss. BRRD) che presuppongono l'avvio di procedure di risoluzione ("azioni di risoluzione" nella terminologia della direttiva) e si inseriscono nelle medesime come strumento di risoluzione di ultima istanza, quando ogni altro strumento di risoluzione non sarebbe sufficiente a evitare il prodursi di effetti negativi

¹Se ne veda, infatti, la definizione contenuta nell'art. 2, § 1, n. 28 della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, comunemente nota come BRRD (*Bank Recovery and Resolution Directive*).

²Cfr. art. 1, § 1, lett. a) della dir. 2014/59/UE anche in relazione al suo primo *considerando*.

significativi sulla stabilità finanziaria (cfr. art. 56, § 3, BRRD); perseguono un interesse strumentale al mantenimento in vita dell'ente, quale mezzo a fine per evitare il pericolo ultimo di perturbazioni sistemiche, e prendono il nome di "strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria" (cfr. art. 37, § 10, artt. 56-58 BRRD).

Di questi ultimi strumenti - come appena detto, di "stabilizzazione finanziaria" - non ci si occuperà in questa sede, perché estranei al tema in trattazione, sicché è sufficiente limitarsi qui a osservare che essi constano di due distinte figure: lo "strumento pubblico di sostegno al capitale" (art. 57 BRRD), il quale consiste in una partecipazione pubblica alla ricapitalizzazione dell'ente che è destinata a cessare, non appena possibile, con la cessione della partecipazione statale al settore privato; e lo "strumento relativo alla proprietà pubblica temporanea" (art. 58 BRRD), che, invece, consiste nella provvisoria "nazionalizzazione"³ dell'ente quale ultima ed estrema ratio (cfr. l'art. 56, § 4, lett. c, e il *consid.* 8 BRRD), anch'essa destinata a terminare, appena possibile, con la cessione al settore privato⁴.

Tornando allora alle misure di sostegno finanziario pubblico straordinario che, invece, tendono a scongiurare a monte, per quanto possibile, il pericolo di risoluzione, per la stessa ratio che le caratterizza la loro applicazione è espressamente ristretta ai soli enti ancora solvibili ed è ammessa soltanto al ricorrere di precise circostanze che valgono a definire l'eccezionalità dell'intervento pubblico sul libero dispiegarsi delle dinamiche del mercato, cioè in presenza di una situazione di grave perturbazione dell'economia dello Stato oppure (ma in questo caso unicamente per legittimare le misure di sostegno al patrimonio di cui appresso si dirà) di situazioni di carenza di capitale dell'impresa evidenziate nelle prove di stress-test, nelle verifiche

³Il termine è quello con il quale si esprime il *considerando* n. 8 della BRRD, nel significato correntemente registrato nei dizionari della lingua italiana. Sulla difficoltà di stabilire definizioni differenziate per vocaboli quali «collettivizzazione» «socializzazione», «statizzazione», «nazionalizzazione» ecc. si veda la voce redazionale *Nazionalizzazione*, in Enc.Dir., XXVII, 1977. Sempre utile la lettura, sui fenomeni di collettivizzazione, espropriazione e cessione coattiva, di GIANNINI M.S., *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, ediz. 1985, pag. 137 s., 164 s.

⁴Sulla connessione con la disciplina sugli aiuti di Stato si veda l'apposito *considerando* n. 57.

di qualità degli attivi od in esercizi analoghi (tutti in chiave essenzialmente ipotetica), i quali si basano sulla valutazione di plausibili scenari avversi di tipo macroeconomico.

Ed ancora in ragione della natura straordinaria di questi interventi il legislatore europeo impone che gli stessi siano proporzionali rispetto alla finalità di porre rimedio alle conseguenze negative della situazione (attuale o prospettica) di grave perturbazione dell'economia che ne legittima l'utilizzo, che abbiano carattere unicamente cautelativo e temporaneo, che non vengano adoperati, in maniera sviata, come strumento per compensare le perdite che l'impresa ha già accusato o che potrebbe accusare in un prossimo futuro e, infine, che siano soggetti ad approvazione finale nell'ambito della disciplina sugli aiuti di Stato⁵.

2. Quest'ultimo accenno introduce la tematica del rapporto che lega tutti gli strumenti d'intervento pubblico poc'anzi menzionati alla disciplina europea degli aiuti di Stato.

Senza necessità di maggiori approfondimenti⁶ si può qui osservare, infatti, che, poiché tutte le misure in questione, come si è detto in apertura, sono esplicitamente qualificate dalla direttiva come aiuti (cfr. art. 2, § 1, n. 28, BRRD) e poiché, in base all'art. 107, § 3, TFUE «possono considerarsi compatibili con il mercato interno: ... b) gli aiuti destinati ... a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro» (norma che costituisce la base delle varie Comunicazioni della Commissione legate alla crisi), esse sono tutte, espressamente, sottoposte dalla direttiva 2014/59/UE alla relativa disciplina, sia quelle volte a prevenire il dissesto od il rischio di dissesto (art. 32, § 4, co. 2, BRRD), sia quelle di stabilizzazione finanziaria inserite nelle procedure di risoluzione (ai sensi degli artt. 34 e

⁵Cfr. art. 32, § 4, comma 2, e *consid.* 41 BRRD, dove, tra l'altro, si segnala l'opportunità che le misure di garanzia dello Stato non facciano parte di un pacchetto d'aiuto più ampio.

⁶Poiché il tema ricade appieno nella relazione di ANTONUCCI, *La problematica degli «aiuti di Stato» al settore bancario*, in corso di pubblicazione nel volume dedicato agli atti del Convegno.

37 della BRRD⁷), con la differenza che nel primo caso la direttiva le subordina soltanto ad approvazione finale e nel secondo, invece, ad approvazione sia preventiva che finale⁸.

Ai fini della direttiva, per “disciplina degli aiuti di Stato dell’Unione” s’intende (ex art. 2, § 1, n. 53, della BRRD) «la disciplina istituita dagli articoli 107, 108 e 109 TFUE e i regolamenti e tutti gli atti dell’Unione, *compresi orientamenti, comunicazioni e avvisi, stabiliti o adottati ai sensi dell’articolo 108, paragrafo 4, o dell’articolo 109 TFUE*» (corsivo aggiunto)⁹.

Ovviamente non si tratta di una legificazione della prassi già esistente e, d’altronde, la Corte di Giustizia ha escluso che questo genere di produzione possa costituire fonte di diritto per gli Stati membri, avendo chiarito che le comunicazioni della Commissione in materia di aiuti di Stato (dove quella esaminata nel concreto era proprio quella sul settore bancario¹⁰) non producono effetti vincolanti nei confronti degli Stati membri, ma costituiscono un semplice autolimita all’esercizio del

⁷L’art. 34 (“Principi generali che disciplinano la risoluzione”) stabilisce al § 3, in via generale, che «nell’applicare gli strumenti ed esercitare i poteri di risoluzione, gli Stati membri provvedono a che essi siano conformi alla disciplina sugli aiuti di Stato dell’Unione, ove applicabile» (cfr. anche *consid.* 47); a sua volta, l’art. 37 (“Principi generali degli strumenti di risoluzione”), nel consentire che, in situazioni eccezionali di crisi sistemica, possa ricorrersi agli strumenti pubblici di stabilizzazione di cui agli artt. 56, 57 e 58, richiede, al § 10, lett. b), che «ciò sia subordinata alla approvazione preventiva e finale a titolo della disciplina degli aiuti di Stato dell’Unione» (cfr. anche i *consid.* 55 e 57)

⁸Si paragoni, infatti, il testo dell’art. 32, § 4, co. 2 con quello dell’art. 37, § 10, lett. b).

⁹Per comodità di lettura si riportano qui sotto le due disposizioni da ultimo richiamate dalla direttiva. L’art. 108, § 4, TFUE prevede che «la Commissione può adottare regolamenti concernenti le categorie di aiuti di Stato per le quali il Consiglio ha stabilito, conformemente all’art. 109, che possono essere dispensate dalla procedura di cui al paragrafo 3 del presente articolo» (vale a dire, dalla comunicazione dei progetti di aiuti di Stato).

L’art. 109 TFUE, a sua volta, prevede che «il Consiglio, su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo, può stabilire tutti i regolamenti utili ai fini dell’applicazione dell’articolo 108, paragrafo 3, nonché le categorie di aiuti che sono dispensate da tale procedura».

¹⁰Il riferimento è alla Comunicazione della Commissione relativa all’applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria («La comunicazione sul settore bancario»), in Gazzetta Ufficiale dell’Unione europea 30 luglio 2013, C 216, pag. 1 ss.

potere discrezionale conferito alla Commissione e neppure assoluto, lasciandole pur sempre la possibilità di derogarvi *in bonam partem*¹¹.

Si tratta, piuttosto, di un rinvio agli indirizzi e agli orientamenti della Commissione, il quale resta, comunque, ristretto nei rigorosi limiti del rispetto del sistema di attribuzioni e di competenze regolato dagli artt. 108 e 109 TFUE ivi richiamati.

3. La direttiva è stata recepita in Italia con il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 (in Gazzetta Ufficiale, Serie generale, 16 novembre 2015, n. 267).

L'articolo 18 del decreto legislativo di recepimento, sotto la rubrica "Sostegno finanziario pubblico straordinario", riproduce pressoché pedissequamente il contenuto dell'articolo 32, § 4, lett. d), della direttiva. Al contrario, lo stesso decreto legislativo nulla prevede in materia di strumenti pubblici di stabilizzazione (che, come detto più volte, sono previsti dall'art. 37, § 10, e regolati dagli artt. 56-58 della BRRD), ma anche nel regolamento 2014/806/UE, istitutivo del Meccanismo di risoluzione unico (SRM), l'articolo 22, pur corrispondendo per il resto all'articolo 37 della direttiva 2014/59/UE, difetta di una previsione corrispondente a quella del § 10 di quest'ultimo, relativa agli strumenti pubblici di stabilizzazione; d'altronde, semmai dovesse porsi in concreto il tema di un salvataggio attraverso misure temporanee di nazionalizzazione parziale o totale, anche coattiva, di un ente creditizio in crisi, ciò che davvero rileva è la possibilità di adottare un provvedimento legislativo *ad hoc* nella consapevolezza che il legislatore della BRRD ha già precostituito le condizioni per la sua legittimità anche alla stregua della disciplina degli aiuti di Stato.

Al mero recepimento della direttiva, per quanto qui interessa, ha fatto seguito, circa un anno dopo, la sua implementazione a mezzo del d.l. 23 dicembre 2016, n. 237, il quale è stato convertito in legge, con modificazioni, dalla legge 17 febbraio 2017, n. 15 (in Gazzetta ufficiale, Serie generale, 21 febbraio 2017, n. 43).

¹¹Cfr. CGUE (Grande sezione), 19 luglio 2016, in causa C-526/14, Kotnik + al., punti 35-45 della motivazione.

Infatti, giacché l'art. 18 del decreto legislativo di recepimento si era limitato, in buona sostanza, a parafrasare la corrispondente norma della direttiva europea, è stato compito della nuova legge dettare una disciplina più dettagliata degli strumenti di sostegno finanziario pubblico straordinario previsti dalla direttiva.

Quest'ultima, sia detto qui una volta per tutte, racchiude nella formula degli strumenti di sostegno in questione tre tipologie di misure: (i) garanzia dello Stato a sostegno degli strumenti di liquidità forniti da banche centrali; (ii) garanzie dello Stato su passività di nuova emissione; (iii) iniezione di fondi propri o acquisto di strumenti di capitale (li si veda elencati nell'art. 32, § 4, lett d, della BRRD).

Il legislatore italiano ne ha ripartito la disciplina nazionale di attuazione nei due capi iniziali del decreto legge, poi convertito, dedicandone formalmente il primo capo alla garanzia dello Stato su passività di nuova emissione, ma racchiudendovi, in realtà, sia gli articoli che disciplinano, appunto, la garanzia statale su passività di nuova emissione (artt. 1-9), sia gli articoli sulla garanzia statale sull'erogazione di liquidità di emergenza da parte della banca centrale (artt. 10-11), e raccogliendo nel secondo capo, rubricato "Interventi di rafforzamento patrimoniale", le norme relative alla sottoscrizione ovvero all'acquisto con fondi pubblici di azioni di banche o capogruppo bancarie italiane (artt. 13-22).

Peraltro, l'applicazione delle disposizioni del Capo I, in materia di garanzie statali, è soggetto dalla legge all'osservanza del termine ultimo del 30 giugno 2017, mentre quella delle disposizioni del Capo II, in materia di interventi pubblici di rafforzamento patrimoniale, è soggetto dalla legge all'osservanza del termine ultimo del 31 dicembre 2017 (cfr. rispettivamente, l'art. 1, co.1, e l'art. 13, co. 2, del d.l. 237/2016 conv. in l. n. 15/2017). Dunque, per quanto qui più interessa, è solo entro il 2017 che il Ministero dell'economia e delle finanze è stato autorizzato a sottoscrivere o acquistare (in deroga alle norme ordinarie di contabilità di Stato) le azioni di banche e società a capo di gruppi bancari. Questa finestra temporale è tecnicamen-

te legata alla copertura di bilancio in relazione allo stanziamento di risorse effettuato per tale scopo per l'anno 2017 (cfr. art. 24, co.1, e art. 27, co. 1) e, dunque, è suscettibile di riapertura con nuovi stanziamenti.

Va detto, infine, che per le norme del Capo I la legge prevede, all'articolo 12, che con successivo decreto ministeriale (non ancora emesso) possano essere adottate misure di attuazione; lo stesso vale per le disposizioni del Capo II, dove la possibilità di adottare disposizioni di attuazione con decreto ministeriale (anche in questo caso non emesso) è prevista dall'art. 23.

4. Il d.l. n. 237/16 convertito con la l. n. 15/2017 (d'ora in poi, *breviter*, "d.l. 237/16" od anche, traendo spunto dalla sua intitolazione, "legge sulla tutela del risparmio nel settore creditizio") si apre, dunque, con la disciplina della garanzia statale che può essere prestata su passività (strumenti finanziari di debito) di nuova emissione delle banche italiane e della garanzia statale che può essere rilasciata per agevolare l'accesso di banche italiane al finanziamento erogato dalla Banca d'Italia per fronteggiare gravi crisi di liquidità (la c.d. erogazione di liquidità di emergenza, *ELA*, in conformità con gli schemi previsti dalla BCE).

Anche su queste misure non occorre soffermarsi qui¹², se non per rimarcare il fatto che la condizione di massima per la concessione dell'una o dell'altra garanzia pubblica – oltre al fatto che, a monte, ricorrano le esigenze macroeconomiche alle quali, come si è detto, è subordinato ogni intervento pubblico di sostegno finanziario straordinario (cfr. art. 1, co. 1, d.l. 237/16, con riferimento sia al d.lgs. 180/2015 di recepimento della BRRD, sia al reg. 2014/806/UE sul SRM) - è l'inesistenza di carenze di capitale evidenziate nell'ambito di prove di stress (cfr. art. 4, co. 1, lett. b, per la garanzia sulle passività di nuova emissione, al quale fa richiamo l'art. 10, co. 3,

¹²Se ne occupa, infatti, la relazione di MOTRONI, *Garanzie statali su passività di nuova emissione*, in corso di pubblicazione nel volume dedicato agli atti del Convegno, nonché MOTRONI, *Brevi note in tema di «garanzie statali su passività di nuova emissione» nel D.L. 237/2016*, in Riv. Trim. Dir. Econ., 2017, fasc. 2, pag. 284 ss.

per la garanzia sul rimborso dei finanziamenti concessi in regime di liquidità di emergenza), dove la nozione di “carezza di capitale” è dettata, per la prima ed unica volta (nel silenzio della BRRD e del d.lgs. 180/2015), dallo stesso d.l. (cfr. ancora l’art. 4, co. 1, lett. b).

Condizione di massima, si è detto, perché al suo rispetto è consentito derogare se (1) la banca che ha richiesto la garanzia ha urgente bisogno di un sostegno della liquidità e purché (2) posseda, comunque, un patrimonio netto positivo (cfr. art. 4, co. 2).

Il possesso di un patrimonio netto positivo come presupposto comune e imprescindibile di tutte le misure di sostegno pubblico finanziario straordinario sotto forma di garanzia statale è, peraltro, già previsto nell’art. 18, co. 1, lett. b), punto i), del d.lgs. n. 180/15 e nella corrispondente previsione della direttiva (cfr. art. 32, § 4, co. 2, BRRD, dove la nozione di “ente solvente” va rapportata alla solvenza “a termini di bilancio” di cui al *consid.* n. 41 e contrapposta alla situazione di dissesto/rischio di dissesto nei termini di cui allo stesso § 4 ed in particolare alla sua lettera b).

5. Venendo agli interventi di rafforzamento patrimoniale previsti e regolati dalla legge sulla tutela del risparmio nel settore creditizio, essi consistono nella sottoscrizione o nell’acquisto di azioni ordinarie di nuova emissione con pienezza di diritti di voto (cfr. artt. 13 e 19 del d.l. 237/16), nei quali viene a essere specificato e risolto il concetto di sottoscrizione di fondi propri o acquisto di strumenti di capitale a cui fa riferimento il decreto legislativo di recepimento della direttiva (cfr. art. 18, co. 1, lett. a, punto iii, del d.lgs. 180/2015), dove per “fondi propri” si intende (alla stregua del rinvio della BRRD all’art. 4, § 1, punto 118, della *Capital Requirements Regulation*, c.d. CRR¹³) la somma del capitale di classe 1 (strumenti di capitale interamente versati, riserve, utili non distribuiti ecc.: art. 25 ss. CRR) e del capitale di

¹³Cfr. Regolamento 2013/575/UE sui requisiti prudenziali degli enti creditizi e delle imprese di investimento, di cui si veda anche l’art. 72.

classe 2 (altri strumenti di capitale e relativi sovrapprezzi, prestiti subordinati ibridi ecc.: art. 62 ss. CRR).

Gli interventi di rafforzamento patrimoniale si suddividono in due tipologie.

La prima consiste nella sottoscrizione diretta da parte della mano pubblica di azioni ordinarie di nuova emissione. E' questa, nel disegno del legislatore, l'ipotesi ordinaria di intervento straordinario di rafforzamento patrimoniale dell'ente (cfr. art. 19, co. 1, primo periodo, del d.l. 237/16); di regola, può aver luogo soltanto dopo l'applicazione del c.d. burden sharing (l'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri tra i soggetti titolari di strumenti ibridi e subordinati¹⁴) al fine di contenere il ricorso ai fondi pubblici (art. 22, co. 1), ma può effettuarsi anche quando, eccezionalmente (cfr. art. 22, co. 7), il burden sharing non sia stato applicato.

La seconda tipologia d'intervento è quella in cui la mano pubblica interviene, invece che a sottoscrivere, ad acquistare azioni ordinarie di nuova emissione e, precisamente, le nuove azioni che rinvengono dall'applicazione delle misure di burden sharing. E' questa un'ipotesi specifica e particolare, non soltanto perché presuppone sempre e invariabilmente il burden sharing (che invece, come detto, in via eccezionale può anche non precedere l'intervento di sottoscrizione diretta), ma anche perché presuppone la sussistenza di specifiche condizioni cui il legislatore subordina l'intervento dello Stato, che in tale ipotesi, in buona sostanza, con denaro pubblico fornisce nuovi fondi all'ente e nello stesso tempo allevia la posizione dei soggetti colpiti dal burden sharing attuando una sorta di scambio tra le nuove azioni che sono state attribuite a questi ultimi in sede di conversione dei loro vecchi strumenti, ibridi e subordinati, e nuove obbligazioni non subordinate emesse alla pari (sicché quei soggetti divengano obbligazionisti e lo Stato, invece, azionista dell'ente).

¹⁴Sulle possibili conseguenze sul piano degli assetti proprietari delle operazioni di riduzione e conversione si vedano le intriganti considerazioni di TROIANO, *La conversione di strumenti in azioni: assetti proprietari e governance*, in corso di pubblicazione nel volume dedicato agli atti del Convegno.

Sia che si tratti di sottoscrizione di azioni ordinarie di nuova emissione, sia che si tratti di acquisto di azioni emesse nell'ambito delle misure di burden sharing, in entrambi i casi si verte di interventi che sono realizzati in forme essenzialmente consensuali e non autoritative¹⁵: è, infatti, l'emittente che chiede l'intervento statale, formula ed eventualmente modifica il piano di ristrutturazione (di cui appresso si dirà) e, nel caso specifico di acquisto di azioni, l'acquisto presuppone un accordo transattivo che espressamente lo preveda (cfr. art. 19, co. 2, lett. c, d.l. 237/16).

Il momento autoritativo, invece, è concentrato essenzialmente nell'imposizione delle misure di burden sharing (art. 22).

Ciò detto, è possibile passare ad esaminare più da vicino la disciplina dell'intervento di rafforzamento patrimoniale tramite acquisto di azioni, che tra le due ipotesi è quella che presenta maggiori profili di interesse per la particolarità dell'operazione che viene a concretare.

6. L'intervento di rafforzamento patrimoniale tramite acquisto di azioni condivide con l'intervento di rafforzamento tramite sottoscrizione di azioni alcuni presupposti.

In ambo i casi, infatti, occorre (ex art. 18, co. 5, lett. a e b, del d.l. 237/16) che l'impresa non sia in dissesto o a rischio di dissesto e che neppure ricorrano i presupposti per una riduzione o una conversione di azioni (o di altre partecipazioni e strumenti di capitale) come "procedura di crisi" (in alternativa o combinazione con un'azione di risoluzione) «quando ciò consente di rimediare allo stato di dissesto o di rischio di dissesto» (cfr. art. 20, co. 1, lett. a, d.lgs. 180/2015). Trattandosi di condizioni negative, la legge pone una presunzione di avveramento qualora non vi sia stato l'accertamento del contrario (art. 18, co. 6, del d.l. 237/16: «le situazioni e i

¹⁵Sul che cfr. GIANNINI M.S., *Diritto pubblico dell'economia* cit., p. 164 ss.

presupposti indicati al comma 5 si assumono non sussistenti quando non consti un accertamento in tal senso dell'autorità competente»).

Vi sono, poi, presupposti specifici per legittimare, in particolare, l'intervento pubblico mediante acquisto di azioni.

Anzitutto, come si è detto, devono essere state precedentemente applicate le misure di ripartizione degli oneri tra i creditori (*burden sharing*), senza le quali non vi sarebbe, del resto, oggetto di intervento (cioè le azioni di nuova emissione da acquistare).

In secondo luogo, come si è accennato, occorre che l'emittente (ma può trattarsi anche di una società del suo gruppo) abbia concluso con i nuovi azionisti, creati attraverso le misure di *burden sharing*, un accordo transattivo che ne preveda l'acquisto delle azioni da parte dello stesso emittente, in nome e per conto del Ministero (art. 19, co. 2, del d.l. 237/16). La transazione deve essere volta a porre fine o a prevenire una lite avente ad oggetto la commercializzazione (i) degli strumenti coinvolti nella conversione in azioni (ii) che siano stati sottoscritti o acquistati prima del 1° gennaio 2016 (iii) da soggetti che non erano controparti qualificate o clienti professionali (iv) per la cui offerta non vi era obbligo di pubblicare un prospetto (v) ed in assenza di prestazione di servizi o attività di investimento da parte dell'emittente (o società del suo gruppo).

In questo modo la legge pone una serie di stringenti condizioni volti a selezionare un insieme di beneficiari finali che, in ragione della loro qualità soggettiva e delle modalità del loro acquisto, sono stati ritenuti meritevoli di sostegno (sebbene limitato alla sottrazione al rischio di dover, in futuro, concorrere di nuovo alle perdite dell'emittente in qualità di creditori subordinati) a tutela del loro risparmio.

Quanto alle modalità dell'intervento, le azioni derivanti dalla conversione forzata degli strumenti ibridi e subordinati in sede di *burden sharing* sono acquistati dall'emittente in nome e per conto del Ministero dell'economia e delle finanze;

l'emittente attribuisce ai venditori, come corrispettivo, obbligazioni non subordinate emesse alla pari, per un valore nominale corrispondente al prezzo di acquisto corrisposto allo stesso emittente dal Ministero, aventi durata e rendimento in linea con quelli residui degli strumenti convertiti; infine, il Ministero corrisponde all'emittente il prezzo per l'acquisto delle azioni, in relazione alle obbligazioni assegnate agli (ormai ex) azionisti.

E' interessante notare che, in base alla legge in esame (art. 20 d.l. 237/16), il Ministero non è soggetto né agli usuali limiti al possesso azionario, compresi quelli dell'art. 30 T.U.B., né al consueto obbligo di OPA totalitaria al superamento di determinate soglie di partecipazione o di diritti di voto ed è, altresì, sottratto alle regole che eventualmente disciplinino, a norma del codice civile, l'ammissione di nuovi soci.

Se, per un verso, tutto ciò agevolmente si spiega con la necessità di liberare l'intervento statale da lacci che potrebbero limitarlo impropriamente rispetto alle preminenti finalità pubbliche che lo ispirano e giustificano, dall'altro si può affermare che l'assunzione di partecipazioni nell'emittente da parte del Ministero apre la porta a un nuovo azionariato di Stato potenzialmente foriero di sviluppi disallineati rispetto al disegno in esame.

Al pari di tutte le misure di sostegno finanziario pubblico straordinario, infatti, anche questo tipo di intervento dovrebbe avere carattere cautelativo e temporaneo (come si è visto a proposito della BRRD; ne richiama l'adozione su base cautelativa e temporanea anche l'art. 18, co. 1, lett. b, punto ii, del d.lgs, 180/2015), ma la legge sulla tutela del risparmio nel settore creditizio, intanto, nulla dice su termini e modalità di dismissione una volta cessata la situazione di perturbazione dell'economia che quell'intervento ha giustificato. Ciò significa, nell'estrema elasticità di quest'ultima formula, che sul piano delle concretezze l'orizzonte prospettico della permanenza dello Stato nel capitale resta indefinito e sostanzialmente nelle

stesse mani pubbliche (pur condizionate dal contesto europeo), il che riporta il pensiero a tempi lontani, quando organismi nati per esigenze tutto sommato contingenti si erano visti trasformare nell'asse portante di una politica statale delle partecipazioni.

7. A questo punto può procedersi ad esporre i momenti essenziali nei quali si articola il procedimento con cui lo Stato interviene a sostegno delle banche e dei gruppi bancari italiani mediante la sottoscrizione o l'acquisto di loro azioni, non senza prima ricordare, nuovamente, che le condizioni al contorno sono legate sia alle condizioni soggettive dell'emittente (in primis, l'esigenza di un suo rafforzamento patrimoniale evidenziata da una prova di stress: art. 14, co. 1, d.l. 237/16), sia al contesto economico (l'esigenza di evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia e di preservare la stabilità finanziaria: art. 13, co. 2).

In estrema sintesi, le condizioni e le modalità dell'intervento pubblico danno vita a una complessa serie procedimentale che si articola, essenzialmente, nei seguenti passaggi: (i) presentazione di un "programma di rafforzamento patrimoniale" con cui l'emittente illustra le misure che intende autonomamente intraprendere per superare le carenze emerse dagli *stress-test*: il passaggio risponde all'obiettivo di scongiurare, se possibile, il ricorso a fondi pubblici, promuovendo un'azione virtuosa di rafforzamento da parte dello stesso emittente; (ii) valutazione del programma da parte dell'autorità creditizia competente, che, a seconda della natura significativa o meno dell'emittente, è la BCE o la Banca d'Italia; (iii) se la valutazione è positiva, si procede col piano; se invece la valutazione è di insufficienza, o se comunque nel corso della sua attuazione ne emerge, nel concreto, l'inidoneità a assicurare il conseguimento degli obiettivi di rafforzamento patrimoniale, si procede come segue; (iv) richiesta d'intervento dello Stato da parte dell'emittente con l'indicazione dell'importo della sottoscrizione chiesta al Ministero, corredata dalla indicazione

dell'entità del suo patrimonio netto contabile, dei suoi strumenti e prestiti subordinati col loro valore contabile e da una relazione indipendente di stima dell'effettivo valore delle attività e passività, senza considerare alcuna forma di sostegno pubblico, e di quanto, in caso di liquidazione, verrebbe a essere corrisposto ai titolari degli strumenti e prestiti subordinati, nonché un piano di ristrutturazione predisposto in conformità alla disciplina applicabile in materia di aiuti di Stato con una dichiarazione d'impegno a osservare, nelle more tra la presentazione della domanda e la sottoscrizione delle azioni da parte del Ministero, le condotte indicate nella succitata comunicazione in materia della Commissione europea¹⁶ allo scopo di contenere l'aiuto pubblico al minimo necessario, limitando l'ulteriore deflusso di fondi propri (divieto di pagare dividendi o cedole, di riacquistare proprie azioni ecc.); (v) acquisizione, da parte dell'autorità competente (BI o BCE), dell'asseverazione di esperti indipendenti su una serie di aspetti economici; (vi) comunicazione dell'autorità competente (BI o BCE) al Ministero e all'emittente del fabbisogno di capitale, entro 60 giorni dalla richiesta d'intervento (termine sospeso se occorrono chiarimenti o integrazioni o accertamenti); (vii) notifica alla Commissione europea del piano di ristrutturazione (con le eventuali variazioni intanto intervenute); (viii) decisione della Commissione europea sulla compatibilità dell'intervento con la disciplina degli aiuti di Stato; (ix) se la decisione della Commissione è positiva, adozione di due decreti ministeriali: un primo decreto che, su proposta della Banca d'Italia, dispone l'applicazione delle misure di burden sharing¹⁷ ed un secondo decreto, adottato invece *sentita* la Banca d'Italia, che dispone ove necessario l'aumento di capitale a servizio, se non già deliberato dall'emittente, determina il prezzo di sottoscrizione o di acquisto e dispone, infine, la sottoscrizione o l'acquisto; (x) controllo preventivo di legittimità sui decreti

¹⁶*Supra* in nota 10.

¹⁷La tutela giurisdizionale avverso le misure di ripartizione degli oneri è limitata, ai sensi dell'art. 22, comma 9, del d.l. 237/16, entro gli stretti i confini tracciati dall'art. 95 del d.lgs. 180/15.

ministeriali da parte della Corte dei conti¹⁸; (xi) pubblicazione dei decreti nella Gazzetta ufficiale.

8. Guardando questo complesso *iter* più da vicino, può notarsi che, nei suoi diversi momenti, si tratta sempre di un procedimento ad impulso di parte. Difatti, è l'emittente delle azioni che saranno acquistate o sottoscritte dallo Stato a dover, per prima cosa, sottoporre all'autorità di vigilanza competente (Banca d'Italia o BCE) il programma di rafforzamento patrimoniale (art. 14, co. 2, d.l. 237/16); e se l'emittente deve informare l'autorità di vigilanza (che, a sua volta, informa il Ministero) degli esiti delle misure adottate (art. 14, co. 3), comunque è ancora e solo l'emittente, qualora il programma si riveli poi insufficiente nel corso della sua attuazione (oppure già in partenza sia stato giudicato tale dall'autorità competente) a poter chiedere l'intervento dello Stato (art. 14, co. 5, ed art. 15, co. 1).

Può sembrare strano che, trattandosi di intervento pubblico finalizzato a salvaguardare interessi superindividuali di rilievo generale (quali quelli che sarebbero pregiudicati da una grave perturbazione dell'economia o da una situazione di instabilità finanziaria), la relativa iniziativa non possa essere anche officiosa. A ben vedere, però, a presidio di una tempestiva attivazione di questi strumenti opera, a monte, la possibilità di una rimozione coattiva degli esponenti aziendali (per le banche e le capogruppo di gruppi bancari cfr. artt. 53 bis e 67 ter TUB) – dove la revoca e la sostituzione di consiglieri esecutivi e del direttore generale può anche essere posta, in un secondo momento, come condizione di ammissione all'intervento di ripatrimonializzazione (art. 17, co. 2, lett. a, d.l. 237/16) –, mentre, a valle, il cerchio si chiude con la possibilità di disporre, in ultima quanto estrema istanza, l'intervento

¹⁸Si tratta dell'ordinario controllo previsto dall'art. 3 della legge 14 gennaio 1996 n. 20, che costituisce condizione di esecutività dell'atto soggetto al controllo (fase integrativa dell'efficacia). Si noti che il comma 6 dello stesso articolo escluderebbe tale controllo per gli atti e provvedimenti in materia creditizia. Il procedimento di controllo è soggetto a formazione del silenzio-assenso (cfr. art. 27, commi 1 e 4, legge 24 novembre 2000, n. 340 – c.d. legge di semplificazione 1999).

officioso e coattivo realizzato direttamente dallo Stato attraverso gli strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria di cui si è già detto (ricapitalizzazione forzata ovvero nazionalizzazione dell'ente), consentiti dagli artt. 56-58 della direttiva (ferma la valutazione di compatibilità con la disciplina degli aiuti di Stato: cfr. *consid.* n. 57 BRRD).

La fase istruttoria si presenta articolata, intrecciando subprocedimenti e procedimenti collegati.

Muovendo dall'esito sfavorevole della prova di stress, che certifica l'esigenza, sia pur prospettica, del rafforzamento patrimoniale della banca, una prima istruttoria è quella, condotta dall'autorità di vigilanza, che si sostanzia nell'acquisizione e nell'esame degli elementi di valutazione dell'adeguatezza del piano di risanamento proposto e, successivamente, delle condizioni dell'intervento statale di patrimonializzazione, facendo riferimento all'entità economica dell'intervento richiesto allo Stato, al valore contabile e di stima delle attività e passività del richiedente e alla misura del suo effettivo fabbisogno di capitale; fabbisogno che, in ultimo, spetta all'autorità stessa di vigilanza determinare sulla base dei dati a propria disposizione (i risultati dello stress test, le indicazioni fornite con la domanda di intervento pubblico, le relazioni di stima etc.) e di quelli ulteriormente acquisiti, se del caso, richiedendo chiarimenti ed integrazioni od effettuando accertamenti (art. 16, co. 2, d.l. 237/16).

Vi è, inoltre, l'istruttoria condotta presso la Commissione europea sulla compatibilità dell'intervento con la disciplina degli aiuti di Stato, che nulla vieta di condurre in parallelo anticipando quel confronto plurilaterale che, formalmente, richiederebbe la previa notificazione del piano definitivo alla conclusione della fase di quantificazione del fabbisogno di capitale regolamentare dell'emittente. Tale istruttoria si estende agli effetti prodotti dall'applicazione delle misure di ripartizione degli oneri tra i creditori, ai fini dell'adozione delle eventuali determinazioni, rimesse

alla Commissione, di limitazione o esclusione del burden sharing (cfr. art. 22, co. 7, d.l. 237/16).

Ed ancora, vi sono le valutazioni istruttorie conclusive che spettano alla Banca d'Italia, in qualità di titolare del potere di proposta al Ministero, riguardo all'applicazione delle misure di burden sharing, nonché le valutazioni che dovranno fondare il parere che la stessa Banca d'Italia è chiamata a rendere al Ministero per l'adozione del decreto che dispone l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni.

Infine, una fase istruttoria non potrà mancare anche presso il Ministero.

9. Da questo pur rapido sguardo si evince come, nel corso del procedimento, vengano ad essere acquisiti una complessa serie di fatti, scenari, prospettive e interessi: fatti, come l'esito delle prove di stress o il valore contabile degli strumenti (di capitale aggiuntivo o subordinati) dell'emittente; scenari e prospettive (vale a dire, tecnicamente, giudizi e previsioni), come la valutazione di quali potrebbero essere gli effetti della liquidazione al netto di qualsiasi forma di supporto pubblico; interessi, come quelli degli azionisti e dei titolari di strumenti ibridi e subordinati, dei dipendenti dell'emittente (coinvolti nel piano di ristrutturazione che accompagna la richiesta di ricapitalizzazione), degli altri creditori ecc.

Tutto ciò costituisce il materiale sulla cui base esercitano la propria discrezionalità, ora tecnica, ora amministrativa, i diversi soggetti pubblici che, come si è visto, sono a vario titolo investiti di poteri decisionali.

Vengono così in gioco, in primo luogo, le autorità del SSM, vale a dire la Banca d'Italia e la BCE, che in qualità di autorità tecniche hanno competenza sulla ricapitalizzazione disponendo del potere di valutazione dell'adeguatezza del programma di rafforzamento patrimoniale (con un semplice giudizio prognostico che non comporta comparazione d'interessi) e del potere di determinazione/individuazione del fabbisogno di capitale richiesto (con un accertamento, o una valutazione tecnico-

discrezionale, che parimenti non importa comparazione di interessi). Si noti, peraltro, che è competenza esclusiva della Banca d'Italia, in qualità di autorità nazionale, formulare la proposta di decreto ministeriale di applicazione del burden sharing e che alla stessa spetta di essere sentita sull'adozione dell'altro decreto ministeriale che, invece, dispone la sottoscrizione o l'acquisto.

Vi è, poi, la Commissione europea, che ha il potere di decidere sulla compatibilità con la disciplina degli aiuti di Stato del piano di ristrutturazione che deve accompagnare le misure di semplice ricapitalizzazione, nonché, in questa cornice, il potere di decidere se limitare od escludere il burden sharing qualora risulti sproporzionato o possa mettere in pericolo la stabilità finanziaria.

Infine, vi è il Ministero dell'economia e delle finanze, al quale spetta, conclusivamente, il potere ultimo di decidere sull'intervento statale di sottoscrizione o acquisto. Infatti, se la proposta della Banca d'Italia presuppone, da parte di questa, la previa valutazione dei fatti e degli interessi acquisiti al procedimento e si sostanzia già in uno schema di decisione (vale a dire, in una ipotesi di contenuto dell'atto finale¹⁹), tuttavia l'autorità pubblica che assume l'atto finale (e, in questo caso, sottoscrive o compra le azioni) conserva sempre un proprio margine di valutazione²⁰. Il Ministero esercita un'ampia discrezionalità di tipo amministrativo ed è in ragione della sua funzione, anche politica, di ricerca del miglior temperamento dei molteplici interessi coinvolti, oltre che di erogatore delle risorse finanziarie necessarie all'intervento di sostegno, che deve essere, mano a mano, sempre costantemente informato degli sviluppi dell'*iter* procedimentale (cfr. artt. 14, commi 3 e 4; 15, co. 1; 16, co.1; 18, co. 4, del d.l. 237/16).

Il Ministro deve relazionare alle Camere, ogni quattro mesi, sulle istanze presentate e sugli interventi effettuati (art. 23 bis d.l. 237/16), riportando il sistema sot-

¹⁹Cfr. TRAVI, *Proposta*, in Digesto IV (Disc. Pubbl.), vol. XII, Torino, 1997, pag. 104.

²⁰Cfr. TRAVI, *Proposta* cit., pag. 105. In giurisprudenza, C.d.S., sez. IV, 26 febbraio 2015, n. 966, in materia di amministrazione straordinaria.

to il controllo degli organi di democrazia rappresentativa, ai quali anche spetta, in futuro, decidere se stanziare ulteriori risorse rispetto a quelle che si sono viste.

Peraltro, il gioco di rimando tra le diverse autorità determinato da questa congerie di competenze allocate a livello nazionale e sovranazionale costituisce, fatalmente, un rilevante fattore di rallentamento di un processo in cui il fattore temporale ha una importanza fondamentale per il buon esito dell'operazione, ogni giorno di ritardo incidendo negativamente sugli assetti patrimoniali e le prospettive economiche e di mercato del soggetto interessato.

Ciò non soltanto può sensibilmente aggravare l'entità del sostegno pubblico necessario e la severità del correlato piano di ristrutturazione, ma, in ultima analisi, può precipitare gli eventi verso la liquidazione dell'ente.

Occorrerebbe, dunque, che, qualora non si giunga ad un'auspicabile riforma dell'intero sistema, compreso il livello europeo, si studino quanto meno le modalità per un coinvolgimento delle varie autorità che sia il più possibile sincronico.

Francesco Guarracino

Consigliere TAR Campania

IL GRUPPO BANCARIO NELLA DIRETTIVA BRRD *

(Banking group regulation under BRRD Directive)

ABSTRACT: *This Article provides a legal overview and analysis of the common set of tools provided by the European Union Bank Recovery and Resolution Directive (2014/59/EU) (BRRD) in order to prevent banking groups crises.*

In particular, taking into account the new regulation concerning group recovery plans and intra-group financial agreements, this Article explains how the regulation on banking crises affected the structure and the operations of EU banking groups, leading to a progressive centralization and integration of such entities in order to reach a better allocation of the group's sources.

In such a scenario, the corporate interest of the banking group seems to pre-vail over the rights of individual equity-holders, who assist powerless to a change in the conditions of their original investment.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Cenni sui piani di risanamento di gruppo. – 3. (Segue): e sugli accordi di sostegno finanziario infragruppo. – 4. I riflessi prodotti dalla direttiva BRRD sulla struttura organizzativa del gruppo bancario.

1. La direttiva 2014/59/UE (“BRRD”) attribuisce significativo rilievo allo svolgimento dell’attività creditizia in formazione di “gruppo”, assoggettando le entità ad esso afferenti a peculiari *misure preparatorie* del risanamento funzionali a presidiare la solidità economica, attuale e prospettica, del raggruppamento¹.

*Contributo approvato dai revisori.

¹In merito alla portata sistemica della BRRD cfr., in luogo di molti, CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del ‘diritto dell’economia’: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in questa *Rivista*, 2016, I, p. 1 ss.; ID., *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, *ibidem*, 2017, I, p. 102 ss.; STANGHELLINI, *The Implementation of the BRRD in Italy and its First Test: Policy Implications*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, p. 154 ss.; LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, I, p. 287 ss.; DI BRINA, *“Risoluzione” delle banche e “bail-in” alla luce dei principi della carta dei diritti fondamentali dell’UE e della Costituzione nazionale*, in questa *Rivista*, 2015, p. 184 ss.; LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per una insolvenza obbligatoria?*, in questa *Rivista*, 2016, II, p. 23 ss.;

A tal fine sono strumentali schemi societari e negoziali caratterizzati da forme di *solidarietà finanziaria* – fra le varie società consociate – di varia intensità, che mirano a prevenire il rischio di un *contagio* endogruppo derivante dall'eventuale dissesto di una o più unità imprenditoriali in cui l'aggregato si articola².

In quest'ottica si spiega l'emanazione di una disciplina armonizzata sui “*piani di risanamento di gruppo*” (artt. 7 e ss. BRRD) e sugli accordi di “*sostegno finanziario infragruppo*” (artt. 19 e ss. BRRD): si tratta di strumenti programmatici volti a prevenire un eventuale deterioramento della situazione patrimoniale e finanziaria delle società aderenti alla rete, attraverso la *pianificazione* delle modalità di ripristino della solvibilità adeguata del raggruppamento³.

Come noto, la regolazione europea “*post Lehman*” si è trovata dinanzi a un quadro normativo in cui le procedure di insolvenza tradizionali non erano strutturate per assicurare la necessaria rapidità di intervento e la prosecuzione delle funzioni essenziali degli enti vigilati. Donde il legislatore europeo, in una logica di mercato volta a supportare la leale concorrenza e a preservare la stabilità del sistema, ha «*privilegiato un criterio ordinatorio incentrato sull'attuazione di forme d'intervento preventivo delle crisi, all'uopo utilizzando le iniziative previste nei piani di risanamento*»⁴, posizionandosi in un'area di confine «*between prudential supervision instruments and resolution instruments*»⁵ in cui assume rilievo significativo l'eventuale conduzione del *business* secondo un modello organizzativo di gruppo.

ROSSANO D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Torino, 2017, *passim*; AA.VV., *Banche in crisi. Chi salverà i depositanti?*, in *Anal. Giur. Econ.*, 2016.

²Cfr. PANZANI, *Il gruppo di imprese nelle soluzioni giudiziali della crisi*, in *Società*, 2013, p. 1358 ss.

³Sugli accordi di sostegno finanziario di gruppo a seguito dell'entrata in vigore della direttiva BRRD si v. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, p. 665 ss.; RICCIARDIELLO, *Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo nella crisi dei gruppi bancari*, in *Dir. banc.*, 2016, p. 683 ss.

⁴In questi termini CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso «Italia»*. *Considerazioni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismi di controllo)*, in *Contratto e Impresa*, 2017, p. 89 ss.

⁵Così si esprime TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2015, 2, p. 49 ss.

L'assetto pluricorporativo di cui trattasi implica, in ambito bancario, l'assoggettamento delle imprese consociate al piano di risanamento predisposto dalla capogruppo (*group recovery plan*)⁶, oltre che al piano di risoluzione di gruppo redatto dall'autorità di risoluzione competente (*group resolution plan*)⁷.

Si è in presenza di due distinte misure di *preparazione*, incentrate, rispettivamente, in dispositivi volti al ripristino della situazione finanziaria successivo ad un suo significativo deterioramento (*i.e.* i piani di risanamento) e in azioni di risoluzione che l'autorità competente può adottare qualora non siano soddisfatte le condizioni previste dalla direttiva BRRD (*i.e.* i piani di risoluzione)⁸.

Ne consegue che i piani di risanamento mantengono un collegamento con l'area di vigilanza prudenziale, mentre i piani di risoluzione tendono a collocarsi nell'ambito della gestione delle crisi⁹. Tale distinzione si riflette anche sulla sfera di interessi che vengono in rilievo nelle due fattispecie in analisi, considerato che in caso di risanamento viene confermata la rilevanza dell'autonomia dell'impresa nell'individuare programmaticamente le reazioni a situazioni di deterioramento della propria situazione finanziaria; per converso, in caso di risoluzione, fa premio l'interesse pubblico sotteso all'ordinata gestione della crisi, considerati anche i riflessi sistemici della stessa¹⁰.

2. Come accennato nel precedente paragrafo introduttivo, allo scopo di *prevenire* l'insolvenza degli enti appartenenti al gruppo bancario – onde evitare il rischio di un

⁶Cfr. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, in AA. VV., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015, p. 453 ss.; DE STASIO, *A proposito di uno scritto in materia di ristrutturazioni bancarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, p. 169 ss.

⁷Si tratta, segnatamente, del Comitato di risoluzione unico (SRB) o della Banca d'Italia, in base al riparto di competenze di cui al Regolamento n. 806/2014.

⁸Cfr. TROIANO, *Cross-border cooperation between resolution authorities in the BRRD*, in AA. VV., *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Cheltenham, 2015, p. 103 ss.

⁹Così V. TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework*, *op. cit.*, p. 49 ss.

¹⁰*Amplius* TROIANO e SACCO GINEVRI, *The "preparation" function in the new banking legislative framework*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2016, p. 1 ss.; nonché, più di recente, CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale*, *op. cit.*, p. 89 ss.

contagio a rilevanza sistemica per l'economia¹¹ – la direttiva BRRD prescrive la redazione e l'aggiornamento periodico di *piani di risanamento di gruppo* che indichino le misure propedeutiche a ripristinare la situazione finanziaria aziendale per l'ipotesi di un deterioramento significativo¹².

Nello specifico, il piano di risanamento di gruppo mira alla stabilizzazione del raggruppamento nel suo complesso, o di una sua componente soggettiva, qualora si manifestino scenari di *stress*, «*tenendo altresì conto della situazione finanziaria delle altre entità del gruppo*»¹³ nonché dell'eventuale ricorso a un *sostegno finanziario a livello di gruppo di appartenenza*¹⁴. Affinché sia preservata la liquidità e la continuità delle funzioni aziendali interessate¹⁵, la normativa italiana di attuazione della direttiva BRRD¹⁶ ha previsto che i piani di risanamento di gruppo individuino misure coordinate e coerenti – da attuarsi ad opera della capogruppo italiana¹⁷ e di ogni altra società appartenente al gruppo bancario¹⁸ – finalizzate a ripristinare l'equilibrio patrimoniale e finanziario del suddetto gruppo nel suo complesso e delle singole banche che ne fanno parte¹⁹.

¹¹*Amplius* CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, p. 141 ss. In arg. si v. anche GARDELLA, *Il "bail in" e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, p. 587 ss.; A.CANEPA, *Crisi dei debiti sovrani e regolazione europea: una prima rassegna e classificazione di meccanismi e strumenti adottati nella recente crisi economico finanziaria*, in *Rivista AIC*, 2015, p. 23 ss.; B.INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Contratto e Impresa*, 2016, p. 689 ss.

¹²Cfr. AMORELLO e SHUBER, *Recovery planning: a new valuable corporate governance framework for credit institutions*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2014, p. 314 ss.; GALANTI, *I gruppi nella Proposta di Direttiva sul nuovo quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Dir. banc.*, 2013, p. 654 ss.

¹³Cfr. art. 7 della direttiva BRRD.

¹⁴Cfr. il considerando n. 21 della direttiva BRRD.

¹⁵Si v. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, consultabile in www.bancaditalia.it, 2013, p. 157.

¹⁶Si tratta del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, pubblicato in G.U., serie generale, n. 267 del 16 novembre 2015, che ha apportato apposite modifiche al testo unico bancario (v. artt. 69-*bis* ss.).

¹⁷Sul presupposto che essa non sia a sua volta attratta nella vigilanza consolidata di altro Stato comunitario (salvo che ciò non sia ad essa specificamente richiesto ai sensi dell'art. 69-*septies* t.u.b.).

¹⁸Nonché, se di interesse non trascurabile per il risanamento del gruppo stesso, con estensione alle società italiane ed estere incluse nella vigilanza consolidata. Cfr. art. 69-*quinquies*, comma 1, t.u.b.

¹⁹Cfr. art. 69-*quinquies*, comma 3, t.u.b.

La competenza a predisporre e adottare il piano di gruppo è attribuita all'organo amministrativo della società capogruppo. Conseguentemente è escluso l'obbligo, per le singole banche appartenenti all'aggregato, di adottare piani di risanamento *individuali*, a meno che la predisposizione di questi ultimi sia espressamente richiesta dall'autorità di vigilanza²⁰. Quest'ultima è a sua volta tenuta a valutare la completezza e l'adeguatezza del piano di risanamento di gruppo, che è trasmesso all'autorità di risoluzione per la formulazione di eventuali raccomandazioni sui profili rilevanti per la risoluzione della banca o del gruppo bancario²¹. In tale sede l'autorità tiene conto, ai fini delle proprie valutazioni sul piano, «*del possibile pregiudizio per le singole società del gruppo*» potenzialmente derivante dall'attuazione delle opzioni di risanamento ivi contemplate²².

Dalle soluzioni normative dianzi evidenziate emerge un contesto disciplinare in cui la *doverosità* dell'azione di direzione programmatica e di coordinamento operativo svolta dalla capogruppo – nei confronti delle altre componenti del gruppo bancario – si arricchisce di nuove declinazioni, comunque improntate agli obiettivi di stabilità patrimoniale ed economica del raggruppamento nella sua interezza; traguardi, questi ultimi, a cui è tradizionalmente volta l'azione uniformatrice della società a capo di un gruppo bancario²³.

Per valutare se il piano di risanamento di gruppo soddisfi gli obiettivi di stabilizzazione del raggruppamento nel suo complesso, e dei suoi singoli aderenti, l'art. 20 del Regolamento Delegato (UE) 2016/1075 della Commissione del 23 marzo 2016²⁴ assegna all'autorità di vigilanza competente il compito di verificare, *inter alia*, che il piano contempra soluzioni in grado di ripristinare la posizione finanziaria di un'entità «*senza*

²⁰Cfr. art. 69-*quater*, comma 2, t.u.b.

²¹Cfr. art. 69-*sexies*, comma 1, t.u.b.

²²Cfr. art. 69-*septies*, comma 1, t.u.b.

²³Cfr., in luogo di molti, TROIANO, *Sub art. 61 t.u.b., Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F.Capriglione, Padova, 2012, p. 759 ss.; ID., *Il gruppo bancario e il nuovo diritto societario: profili di responsabilità della holding*, in AA.VV., *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria* a cura di F.Capriglione, Padova, 2003, p. 147 ss.

²⁴Il Regolamento delegato citato nel testo – pubblicato in G.U.U.E. dell'8 luglio 2016 – integra la direttiva BRRD, *inter alia*, in materia di contenuto dei piani di risanamento.

perturbare la solidità finanziaria del gruppo»; e ciò garantendo, al contempo, che – anche a seguito dell’attuazione di una opzione di risanamento – sia il gruppo nella sua interezza, sia la singola società interessata dalla misura specifica, mantengano «*un modello di business economicamente sostenibile*» e un assetto di *governance* coerente con la struttura organizzativa policorporativa di appartenenza²⁵.

In ogni caso, come precisato nel *consultation paper* dell’EBA del 2 marzo 2017 recante la proposta di “*recommendations on the coverage of entities in a group recovery plan*”²⁶, anche in tale ambito trova rigorosa applicazione il *principio di proporzionalità*, atteso che la capogruppo dovrà dare attuazione alle opzioni di risanamento previste dal piano con intensità variabile a seconda che siano interessate alla vicenda di risanamento specifica: (a) società significative per il gruppo (“*group-relevant entities*”), (b) entità significative per l’economia, o per il sistema finanziario, di uno o più Stati membri in cui il gruppo opera (“*locally relevant entities*”), ovvero, in via residuale, (c) imprese che non appartengono né all’una né all’altra delle categorie soggettive sopra indicate (“*non-relevant entities*”).

Ciò posto, e fermo restando il ruolo di coordinamento in capo alla società di vertice del gruppo, è comunque necessario che il piano di risanamento sia predisposto, monitorato e attuato coinvolgendo adeguatamente gli organi direzionali di tutte le società del gruppo interessate, anche allo scopo di evitare azioni disallineate all’interno del raggruppamento²⁷.

In sintesi, anche nella fase di pianificazione della eventuale crisi, la circostanza che l’ente bancario appartenga a un gruppo creditizio incide in misura rilevante sulla sua organizzazione e operatività, atteso che gli interessi generali protetti dalla disciplina sulla prevenzione e sulla gestione del dissesto delle imprese vigilate giustifica e promuove, in ultima analisi, una conduzione accentrata ed efficiente dell’aggregato

²⁵*Amplius* sul punto TROIANO, *Recovery plans in the context of the BRRD framework, op. cit.*, p. 49 ss.

²⁶Il documento è consultabile in www.eba.europa.eu. Per l’effetto, l’EBA individua diversi livelli di informazione da rappresentare nel piano di risanamento di gruppo per ciascuna delle tre categorie di *subsidiaries*.

²⁷Cfr. il *consultation paper* dell’EBA del 2 marzo 2017 recante la proposta di “*recommendations on the coverage of entities in a group recovery plan*”, consultabile in www.eba.europa.eu, 13 ss.

propedeutica ad assicurare la stabilità del gruppo nel suo complesso, seppur con un'apparente salvaguardia degli interessi individuali essenziali delle singole società ad esso afferenti.

3. I benefici derivanti dall'adozione di forme di solidarietà finanziaria endogruppo, pur auspicabili sul piano teorico, erano difficilmente realizzabili prima dell'emanazione della BRRD, atteso che le eventuali forme di supporto fra società dello stesso raggruppamento (soprattutto in ipotesi di formazioni ad estensione transfrontaliera) erano limitate da molteplici vincoli previsti nei diritti nazionali di riferimento a tutela dei creditori sociali e degli azionisti delle singole entità²⁸.

Prendendo le mosse da quanto precede, la BRRD ha inteso stabilire un quadro di favore per il sostegno finanziario endogruppo, nell'intento di garantire la stabilità finanziaria dell'aggregato bancario nel suo complesso, «*senza mettere a repentaglio la liquidità o la solvibilità dell'entità del gruppo che fornisce il sostegno*» e preservando, in ogni caso, la *volontarietà* sottesa a tale scelta organizzativa²⁹. In sostanza, le nuove norme in materia di accordi di sostegno finanziario fra entità appartenenti al medesimo raggruppamento mirano a rafforzare l'unitarietà economica dell'*impresa di gruppo*, nella consapevolezza che la scelta di aderire a un'articolazione soggettiva pluricorporativa è espressione di «*un dato economico unitario, fondato su articolazioni giuridiche autonome, preordinato alla realizzazione di forme di concentrazione*»³⁰.

²⁸Vincoli che non tenevano in debito conto la rilevante interdipendenza finanziaria fra le varie entità all'interno del medesimo gruppo bancario. Anche l'EBA, *Guidelines specifying the conditions for group financial support under Article 23 of Directive 2014/59/EU*, 9 luglio 2015, consultabili in www.eba.europa.eu, ha avuto modo di osservare che «*Chapter III of the Directive aims to enable cross-border groups to allocate liquidity optimally when the group is in financial distress. The purpose is to set out a clear, harmonized framework, facilitate group support and enhance legal certainty despite existing legal obstacles, while maintaining adequate safeguards for financial stability, including prudential requirements and public interests such as the resolvability of the entity providing the support, as well as for the interests of the group entities concerned and their respective creditors*».

²⁹Così dispone il considerando n. 38 della direttiva BRRD. Come evidenzia l'EBA, *op. cit.*, «*Recital 38 of the Directive makes clear that the assessment of the financial support should take into account the interest of the group as a whole and the interdependency of the entities of the same group*».

³⁰In questi termini si esprime, in luogo di molti, CAPRIGLIONE, *Poteri della controllante e organizzazione interna del gruppo*, in *Riv. soc.*, 1990, p. 46 ss.; v. anche TROIANO, *Credito speciale e*

Del resto, è noto nella prassi aziendalistica che le dinamiche di gruppo favoriscono l'accentramento della politica di impiego delle risorse finanziarie disponibili all'interno della rete di imprese, allo scopo di massimizzare la redditività della liquidità raccolta ai vari livelli della catena partecipativa indirizzandola verso gli investimenti più remunerativi – al contempo mantenendo un portafoglio complessivamente diversificato e – riducendo il rischio che una crisi individuale di liquidità possa incidere sulla solvibilità della singola società³¹.

Coerentemente con tale impostazione di fondo, la direttiva BRRD prevede che le entità appartenenti a un medesimo gruppo³² “possano” concludere un accordo per fornire sostegno finanziario ad un'altra entità afferente allo stesso aggregato³³, anch'essa aderente al contratto, per l'ipotesi in cui la beneficiaria del supporto integri i presupposti dell'intervento precoce³⁴.

Pur rimettendo all'autonomia privata (degli enti aderenti all'accordo) la fissazione delle modalità di remunerazione del supporto finanziario prestato, il legislatore europeo ha cura di precisare che il corrispettivo pagato da chi beneficia del sostegno debba essere effettivamente stabilito dalle parti – ciascuna “nel proprio miglior interesse”³⁵ – nel momento in cui la *financial assistance* è fornita³⁶; e ciò tenendo conto delle informazioni in possesso dei contraenti in virtù della comune appartenenza al medesimo gruppo (anche qualora si tratti di informazioni che non siano note al mercato)³⁷.

disciplina del gruppo bancario polifunzionale, in AA.VV., *Despecializzazione istituzionale e nuova operatività degli enti creditizi*, a cura di F.Capriglione, Milano, 1992, p. 171 ss.

³¹Si v., in luogo di molti, MOTTURA, *L'equilibrio finanziario*, in AA. VV., *Banca, economia e gestione*, a cura di Mottura, Milano, 2016, p. 165 ss.

³²Cfr. art. 19, par. 1, della direttiva BRRD.

³³In altri termini, il legislatore europeo ha chiarito che ciascuna entità appartenente al gruppo «*deve agire liberamente nel sottoscrivere l'accordo*»; cfr. art. 19, par. 7, lett. a), direttiva BRRD.

³⁴Cfr. art. 19, par. 1, direttiva BRRD.

³⁵Cfr. art. 19, par. 7, lett. b), direttiva BRRD.

³⁶Cfr. art. 19, par. 7, direttiva BRRD.

³⁷Cfr. art. 19, par. 7, lett. d), direttiva BRRD.

Una volta che l'accordo sia stato predisposto dalle parti, esso dovrà essere *autorizzato* dall'autorità di vigilanza su base consolidata³⁸ e poi *approvato* dalle assemblee dei soci di ciascuna entità del gruppo che si propone di aderirvi³⁹. L'*esecuzione* dell'accordo è di competenza degli organi di amministrazione delle singole società interessate alla vicenda specifica⁴⁰, ed è subordinata al positivo esito di un'apposita interlocuzione fra gli amministratori della società erogante e la propria autorità di vigilanza competente⁴¹, la quale potrà acconsentire al sostegno finanziario, ovvero vietarlo o limitarlo qualora non riscontri le *condizioni* indicate all'art. 23 della direttiva BRRD⁴².

La direttiva BRRD demanda poi all'EBA, tra l'altro, il compito di elaborare *progetti di norme tecniche di regolamentazione* per specificare le *condizioni* per la concessione del sostegno finanziario di gruppo sopra menzionate. In attuazione di quanto precede l'EBA ha emanato le *guidelines* del 9 luglio 2015⁴³, a seguito di una consultazione pubblica avviata in data 3 ottobre 2014⁴⁴.

Le disposizioni europee sugli accordi di sostegno finanziario infragruppo sopra richiamate hanno trovato attuazione, in Italia, ad opera del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, che ha introdotto nel testo unico bancario, tra l'altro, un intero "capo 02-I" dedicato a tale fattispecie (artt. 69-*duodecies* e ss.). Come chiarito dalla relazione illustrativa di accompagnamento ai d.lgs. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di attuazione della BRRD, il legislatore italiano ha inteso mantenere all'interno del testo unico bancario «*gli istituti previsti da BRRD più vicini all'esercizio di funzioni di vigilanza che di gestione delle crisi*».

³⁸Cfr. art. 20 direttiva BRRD (come definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 41, del regolamento UE n. 575/2013).

³⁹Cfr. art. 21 direttiva BRRD.

⁴⁰Cfr. art. 24 direttiva BRRD.

⁴¹Cfr. art. 25, par. 1, direttiva BRRD.

⁴²Cfr. art. 23 della direttiva BRRD.

⁴³Cfr. EBA, *op. cit.*

⁴⁴Cfr. EBA, *Draft Regulatory Technical Standards and Draft Guidelines specifying the conditions for group financial support under Article 23 of Directive 2014/59/EU and Draft Implementing Technical Standards on the form and content of disclosure of financial support agreements under Article 26 of Directive 2014/59/EU*, 3 ottobre 2014, consultabili in www.eba.europa.eu.

La normativa domestica ha essenzialmente ricalcato l'impostazione del complesso disciplinare europeo di riferimento, presentando talune peculiarità che non mettono in discussione l'impianto di riferimento. Vale tuttavia la pena rammentare che, fra i principi che regolano il sostegno finanziario endogruppo sanciti all'art. 69-*duodecies*, comma 5, t.u.b., se ne riscontrano due non perfettamente rispondenti alla direttiva BRRD, e segnatamente: (i) la precisazione che la scelta di sottoscrivere l'accordo in parola, adottata dalla singola entità aderente «*nell'esercizio della propria autonomia negoziale*», debba comunque essere coerente con «*le eventuali direttive impartite dalla capogruppo*», e (ii) l'esplicita legittimazione di criteri contrattuali di determinazione del corrispettivo dovuto a fronte della *financial assistance* che «*ove necessario per conseguire le finalità dell'accordo (...) possono non tenere conto del prezzo di mercato, in particolare se esso è influenzato da fattori anomali ed esterni al gruppo o se la parte che fornisce il sostegno dispone, in forza dell'appartenenza al gruppo del beneficiario, di informazioni non pubbliche rilevanti*»⁴⁵.

A dire il vero, le divergenze (fra disciplina europea e regolazione domestica) appena riscontrate paiono più apparenti che reali.

Per un verso, infatti, l'incidenza della capogruppo *in subiecta materia* è coerente con il suo ruolo di programmazione finanziaria, direzione e coordinamento operativo delle società del gruppo – da esplicarsi nel rispetto delle regole generali di cui agli artt. 60 e ss. t.u.b. e 2497 e ss. cod. civ. (che sono fatte salve dall'art. 69-*septiesdecies* t.u.b.) – ed è comunque temperato dalla necessaria autorizzazione dell'accordo sia da parte dell'autorità di vigilanza competente (art. 69-*terdecies* t.u.b.), sia dall'assemblea in formazione straordinaria, previo parere degli amministratori indipendenti sull'interesse della singola società ad aderire all'accordo e sulla convenienza e correttezza sostanziale per la stessa delle relative condizioni (art. 69-*quaterdecies* t.u.b.).

Per altro verso, la circostanza che i criteri di determinazione del corrispettivo da pagare a fronte della *financial assistance* non attribuiscano rilievo al *market value* –

⁴⁵Distinzioni peraltro segnalate nei primi commenti alla fattispecie in esame [cfr. LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, op. cit., p. 677 ss.].

qualora esso sia inquinato da fattori esterni (e dunque non sia intrinsecamente attendibile) – risponde a un principio di corretta e ponderata valutazione della prestazione offerta, funzionale a individuare il valore effettivo della stessa (in casi in cui potrebbe divergere dal prezzo di mercato), rendendo inoltre «*la tenuta dell'accordo impermeabile a contestazioni sul giusto prezzo*»⁴⁶.

In estrema sintesi, nella disciplina *de qua* si rinviene un complesso di presìdi volti a tutelare l'«*interesse della società del gruppo che fornisce il sostegno*», seppur con l'obiettivo di «*preservare o ripristinare la stabilità finanziaria del gruppo nel suo complesso o di una delle società del gruppo*»⁴⁷. A salvaguardia della prospettiva individuale dell'impresa erogante si pongono anche ulteriori condizioni propedeutiche al riconoscimento del sostegno, fra cui «*la ragionevole aspettativa (...) che sarà pagato un corrispettivo e rimborsato il prestito*»⁴⁸ e la verifica che la concessione del sostegno finanziario (i) «*non mette a repentaglio la liquidità o solvibilità della società del gruppo che lo fornisce*»⁴⁹, (ii) «*non minaccia la stabilità del sistema finanziario*»⁵⁰, (iii) non è tale da determinare la violazione dei requisiti di capitale e grandi esposizioni⁵¹, né di compromettere la risolvibilità, dell'ente erogante⁵².

Un equilibrio così delicato fra *interesse sociale* e *interesse di gruppo* va rintracciato, nelle circostanze in esame, all'interno di una «*disciplina di diritto societario (...) dell'impresa bancaria solvente, e non già della disciplina della crisi d'impresa*», trattandosi di assistenza finanziaria a favore di componenti del gruppo in difficoltà ma ancora solvibili⁵³.

4. Nel corso della presente analisi è stato sinteticamente osservato in che modo la produzione normativa sulle crisi bancarie abbia inciso, con varie misure, sulla fisio-

⁴⁶Così LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, op. cit., p. 679.

⁴⁷Così dispone l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. b), t.u.b.

⁴⁸Cfr. l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. d), t.u.b.

⁴⁹Cfr. l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. e), t.u.b.

⁵⁰Cfr. l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. f), t.u.b.

⁵¹Cfr. l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. g), t.u.b.

⁵²Cfr. l'art. 69-*quinquiesdecies*, comma 1, lett. h), t.u.b.

⁵³ In questi termini LAMANDINI, *Il gruppo bancario alla luce delle recenti riforme*, op. cit., p. 672 ss.

nomia e sul funzionamento del moderno “gruppo creditizio”. Come noto, l’ordinamento bancario ha mostrato di essere tradizionalmente incline allo svolgimento dell’attività creditizia e finanziaria in formazione di gruppo, assumendo anche in tale ambito una funzione “precorritrice” che ha aperto la strada – con soluzioni organizzative innovative – a modifiche organiche dell’ordinamento societario sui gruppi.

Agli obiettivi di sistema sottesi alla fase originaria dell’*iter* disciplinare di cui trattasi (convenzionalmente collocata negli anni della “Legge Amato” e dell’originario testo unico bancario)⁵⁴, che hanno giustificato l’emanazione di una normativa *ad hoc* sul gruppo creditizio, ha fatto seguito l’impostazione organica degli assetti organizzativi in parola riconducibile alla riforma societaria del 2003, con cui si è riempito il contenuto dei “principi di corretta gestione imprenditoriale e societaria” che legittimano a livello codicistico la direzione unitaria (in base all’art. 2497 cod. civ.), riferendoli, in ambito creditizio, agli obiettivi di stabilità dell’aggregato e di sana e prudente gestione delle varie realtà che lo compongono⁵⁵.

Ma è con l’evoluzione della normativa prudenziale, e in particolare con il pacchetto normativo CRD IV, che risultano confermate e rafforzate le logiche di accentrato, integrazione e unitarietà direzionale del gruppo bancario, come dimostrato dalla circostanza che il regolatore si è preoccupato di procedimentalizzare dettagliatamente, in detto contesto, i flussi informativi infragruppo, le *policies* gestionali e la *risk governance* all’interno dell’intero raggruppamento di imprese, mantenendo, nella capogruppo, un ruolo guida nella definizione e applicazione delle regole organizzative e operative e dei processi.

Invero, occorre attendere l’emanazione della disciplina introdotta dalla BRRD per veder realizzato un modello di gruppo bancario improntato al massimo grado di accentrato e integrazione a livello settoriale (ferma restando la specialità del modello del gruppo bancario cooperativo). E ciò sia in virtù di piani di risanamento di gruppo particolarmente articolati, che presuppongono uno scambio informativo e una

⁵⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *L’ordinamento finanziario verso la neutralità*, Padova, 1994, *passim*.

⁵⁵ In arg. TROIANO, *Sub art. 61 t.u.b.*, *op. cit.*, p. 759 ss.

cooperazione organizzativa continua e significativa fra le varie entità dell'aggregato, sotto la guida unitaria della capogruppo al vertice, sia attraverso la previsione degli accordi di sostegno finanziario infragruppo, che legittimano forme evolute di supporto di liquidità e finanza all'interno del raggruppamento di settore nell'ottica della riduzione di rischi di contagio endogruppo particolarmente avvertiti nell'ipotesi in cui il reticolato assuma estensione transfrontaliera (e dunque le diverse normative domestiche a presidio degli *stakeholders* della singola impresa consociata possano ritardare, o persino impedire, un'efficiente allocazione delle risorse all'interno del gruppo).

L'obiettivo di prevenire il dissesto dell'ente bancario – particolarmente evidente nella BRRD – ha giustificato, pertanto, con varie forme e modalità il crescente *favor* verso la patrimonializzazione della moderna impresa bancaria, anche attraverso il raggruppamento degli operatori creditizi, congiuntamente alla promozione di un elevato grado di solidarietà finanziaria fra gli stessi.

Tuttavia, tale obiettivo di rafforzamento patrimoniale e accentrimento gestionale stride con un altro principio alla base della vigente normativa sulle crisi bancarie, e segnatamente con i meccanismi di internalizzazione delle perdite, che possono portare al rischio, per gli *equity-holders* (e per gli altri soggetti ad essi assimilabili *quoad effectum*), di azzeramento delle proprie posizioni partecipative.

Nei mercati finanziari contemporanei si sta dunque assistendo, nella sostanza, a una delicata dialettica, che sfocia sovente in tensione, fra (i) gli obiettivi di accrescimento patrimoniale e di solidità finanziaria degli enti creditizi, che sono alla base della normativa prudenziale e che spingono per la formazione di gruppi bancari sempre più ampi, integrati e accentrati, e (ii) l'incremento della rischiosità "legale" dell'investimento in *equity* (o in strumenti ibridi) degli emittenti bancari, intensificato dalla normativa BRRD, a fronte del quale si registra una corrispondente sfiducia degli investitori nei confronti delle ricapitalizzazioni bancarie.

Ciò ha contribuito non poco al ricorso a modalità di patrimonializzazione alternativa, ivi incluse le integrazioni aziendali (di natura societaria attraverso la fusione,

oppure di fonte negoziale/legale mediante la figura del gruppo contrattuale). Né possono ritenersi significative, al riguardo, recenti operazioni di ricapitalizzazione di importanti banche quotate italiane favorite da prezzi di emissione delle nuove azioni fortemente a sconto rispetto al valore reale delle stesse, che hanno determinato un forte incentivo alla sottoscrizione dipendente dall'effetto iper-diluitivo dell'operazione stessa.

L'interesse primario del gruppo creditizio a preservare un'adeguata consistenza del proprio patrimonio anche a seguito di operazioni che incidono significativamente sui diritti dei soci prevale, peraltro, anche sull'interesse privatistico degli azionisti di minoranza a recedere dalla singola banca di cui sono soci; e ciò nonostante l'operazione a cui essi si sarebbero voluti sottrarre sia idonea ad incidere sul grado di rischiosità dell'investimento partecipativo dai medesimi a suo tempo effettuato.

In estrema sintesi, la rilevanza per gli obiettivi di stabilità patrimoniale, anche prospettica, della banca, e del gruppo bancario di appartenenza, è tale da prevalere sui diritti individuali di disinvestimento degli *equity-holders*. E ciò è dimostrato non solo dal "CRR", che consente alle singole banche in difficoltà di realizzare operazioni societarie che legittimerebbero il recesso del socio dissenziente senza pagare a quest'ultimo il valore della quota, ma anche da numerose disposizioni normative italiane in ambito bancario⁵⁶.

Sono tutte misure che si muovono in un'ottica di *favor*, a qualunque costo, della patrimonializzazione della banca e del gruppo bancario. Di converso, talune logiche sottese alla BRRD (e, in particolare, il rischio di azzeramento dell'investimento parteci-

⁵⁶Si può esemplificativamente fare riferimento al diniego, *ex lege*, del diritto di recesso del socio a ciò astrattamente legittimato nelle seguenti circostanze: (a) in conseguenza della trasformazione delle banche popolari sopra-soglia, funzionale a favorirne l'integrazione attraverso la maggiore contendibilità (e quindi nella logica di formare nuovi gruppi); previsione, quest'ultima, che ha dato adito a tematiche di tenuta costituzionale indicate in precedenza; (b) nella BRRD medesima, considerato che la stipula dell'accordo di sostegno finanziario infragruppo e le "misure di rimozione degli impedimenti alla risolvibilità" che possono essere imposte dalla Banca d'Italia ai gruppi bancari (cfr. art 16 del d.lgs. 180/2015) possono prevedere l'esclusione del recesso del socio (ad es. per il caso di conferimento dell'azienda bancaria in società conferitaria di nuova costituzione); (c) lo stesso si può dire per la partecipazione delle BCC al gruppo bancario cooperativo, in cui è stato eliminato dal legislatore il diritto al recesso del socio di BCC (l. 18/2016).

pativo al ricorrere dei relativi presupposti), unitamente a una *governance* della banca sempre più indipendente dall'influenza esercitabile dai partecipanti al capitale e ai limiti sempre più consistenti al diritto di recesso di questi ultimi contribuiscono a disincentivare l'investimento nell'*equity* di detti operatori, mettendo quindi a rischio la patrimonializzazione degli stessi che dovrebbe invece rappresentare un obiettivo primario del sistema nel suo complesso.

Nemmeno le proposte attualmente discusse negli Stati Uniti e in Europa sulla separazione (*ring-fencing*) dell'attività creditizia tradizionale della banca dalle attività finanziarie ad elevato rischio (considerate eccessivamente pericolose in un'ottica di tutela dei depositanti) paiono incidere in misura rilevante sulle questioni oggetto della presente indagine⁵⁷. Si è in presenza, infatti, di misure funzionali a «*riportare le banche a fare le banche*»⁵⁸, senza che l'attività finanziaria ad alto rischio venga effettivamente dismessa sul mercato, quanto piuttosto con il proposito di mantenerla all'interno del gruppo (seppur in un'apposita entità negoziatrice preferibilmente esterna al perimetro di vigilanza) in modo che non si realizzi una sottrazione di valore per gli azionisti della banca commerciale conferente.

Il gruppo realizza, dunque, una forma organizzativa del *business* bancario alternativa alla conduzione individuale, preferita dal regolatore ma idonea a incidere significativamente sulle condizioni di rischio dell'azionista senza consentirgli alcuna via d'uscita.

Ne consegue che, in termini macroeconomici, l'integrazione economica, patrimoniale e finanziaria conseguente alla formazione del gruppo bancario – o al suo ampliamento e rafforzamento – sia più apparente che reale, dando luogo a un fenomeno di accorpamento e redistribuzione di risorse già esistenti nel settore di riferimento senza che si produca un'effettiva immissione di nuovi capitali a sostegno dell'attività bancaria. Volendo portare il ragionamento alle sue estrema conseguenze, può conclu-

⁵⁷Cfr. NIGRO, *Dalla banca alla banca*, in *Dir. banc.*, 2015, p. 11 ss.; GLIOZZI, *La tutela del risparmio e la banca universale*, in *Giur. comm.*, 2015, I, p. 465 ss.

⁵⁸Così MERUSI, *Contro la banca universale e la contabilità di Stato bancaria*, *op. cit.*, p. 42.

dersi che l'impresa di gruppo diviene, in ambito bancario, una forma di più efficiente allocazione delle risorse già presenti nel settore, che pertanto contribuisce ad assicurare un efficientamento organizzativo del raggruppamento nel suo complesso nell'ottica di un allungamento delle prospettive di sopravvivenza dell'aggregato e dei suoi singoli partecipanti.

Andrea Sacco Ginevri

*Dottore di ricerca in Diritto ed Economia
nell'Università degli Studi Roma Tre*

VARIETÀ

NOTE A MARGINE DEL VOLUME 'LA BREXIT TRA FINANZA E POLITICA' DI FRANCESCO CAPRIGLIONE E RENATO IBRIDO *

(Comments on the book "La Brexit tra finanza e politica" written by Francesco Capriglione e Renato Ibrido)

ABSTRACT: *This paper introduces the new book written by Professor Capriglione and Renato Ibrido entitled "La Brexit tra finanza e politica".*

The work at issue focuses on Brexit's impact on the shape of European Union, analyzing its implications in geopolitical and economic terms, with particular reference to the evolution of the existing relations within the banking and financial sector following such event. The analysis also takes into account the complex post-crisis EU regulation, including all the operational implications connected to the functioning of the Single Resolution Mechanism when it operates outside the EU.

In such scenario, the Authors investigate Brexit's effects on the supervisory architecture of the EU's banking sector, with particular reference to the coexistence between the European Central Bank and the European Banking Authority, also considering the perspective of a reshaping of the role attributable to the latter. Specific attention is then paid to Brexit's impacts on the financial regulation ahead, also in light of the central role played by UK in the evolution of the rules characterizing such sector.

SOMMARIO: 1. La premessa. – 2. L'impatto della Brexit sul sistema finanziario. Il posizionamento delle imprese. – 3. L'architettura di vertice della regolazione bancaria. Il ruolo dell'EBA. – 4 Brexit e regolazione finanziaria.

*Contributo approvato dai revisori.

1. Il tema della Brexit costituisce argomento di rilevante riflessione sia in campo politico istituzionale che in ambito tecnico e finanziario, molteplici essendo gli impatti che da tale epocale evento potranno determinarsi nella vita delle persone e delle imprese, nello sviluppo delle attività economiche. Si colloca in questa prospettiva il saggio intitolato *La Brexit tra finanza e politica* del Prof. Capriglione e di Renato Ibrido. E' un lavoro che affronta problematiche dense e complesse, con un taglio che interseca profili tecnici con riferimenti che danno rilievo alle matrici culturali delle parti coinvolte, con una chiara apertura alle implicazioni di carattere politico alla base ed all'esito dell'evento che ha condotto alla decisione di uscita della Gran Bretagna dall'UE ed alla attivazione dei negoziati conseguenti per la messa in esecuzione di tale decisione.

L'analisi dell'exit diviene l'occasione per riflettere sull'Unione che sarà, giacché tale processo è destinato ad incidere profondamente non solo sulle relazioni della Gran Bretagna con gli Stati membri dell'Unione bensì sugli stessi equilibri complessivi di quest'ultima: la "mutazione genetica" dell'UE, come viene icasticamente intitolato l'ultimo capitolo dello scritto. Quindi in verità si tratta di un saggio sull'Unione, sul destino attuale del processo di integrazione tra i paesi aderenti, ma nel far questo il lavoro riflette anche su altre cose: sul rapporto incerto tra democrazia rappresentativa e crisi della politica, sulla emersione di vari populismi e sul rilievo che questi hanno nella realizzazione del richiamato percorso di integrazione, come fattore di contrasto ma al tempo stesso elemento di evidenziazione di profondi dissensi su alcuni aspetti di quel percorso (quali l'elevata burocratizzazione, la lontananza dai temi della realtà quotidiana, la limitata attenzione verso istanze meno capaci di promuovere forme di pressione sui corpi regolatori). E' un saggio di profonda attualità anche nella parte in cui pone il tema del rapporto tra internet e democrazia, tra

banalizzazione dei contenuti e dei rapporti relazionali e rilievo di tale assetto rispetto a costruzioni istituzionali ad alto indice di tecnicismo; o ancora quando, in linea con questa chiave di analisi e venendo a profili fortemente tecnici, analizza la relazione attuale tra democrazia e referendum e tra logica federalista e dimensione sovranista.

Numerose e diverse sono, dunque, le suggestioni e i possibili angoli di valutazione del fenomeno in osservazione.

Nel soffermarmi su taluni profili degli aspetti economici della Brexit e sulle implicazioni che da essa possono discendere, o sono già discese, sulla operatività degli intermediari, sulla architettura dei controlli, sulla qualità e definizione delle regole, non è tuttavia possibile trascurare che le tematiche all'attenzione sono molto intersecate tra loro e, dunque, l'analisi deve tener conto delle variazioni del quadro geopolitico dell'Unione e del cambiamento culturale che la Brexit è idonea ad attivare.

2. Il saggio dedica ampia attenzione agli effetti economici discendenti dalla Brexit, considerando vuoi il vasto campo della ridefinizione delle relazioni economiche tra Gran Bretagna e Unione, sia più specificatamente l'evoluzione dei rapporti nei settori bancario e finanziario che potranno conseguire a tale evento. Ciò anche nel riferimento all'evolversi della complessa regolazione post crisi, con tutti i risvolti operativi connessi al funzionamento del meccanismo unico di risoluzione ove operante in ambienti non euro-unionali.

Un punto certamente di grande attenzione, giacché tocca strutture, modelli operativi, logiche di business, riguarda il riposizionamento delle imprese finanziarie localizzate in Gran Bretagna. Il capitolo terzo sottolinea con puntualità le differenti modalità attraverso cui in astratto potrebbe articolarsi il

processo di exit – e dunque l’adesione al mercato unico, che implica però l’accettazione delle quattro libertà fondamentali (libera circolazione delle persone, dei servizi, delle merci, dei capitali), o la partecipazione ad una unione doganale. Si segnalano le difficoltà che simili costruzioni possano in concreto determinare per giungere alla indicazione conclusiva secondo la quale, dovendosi più credibilmente accedere a meri accordi di libero scambio o a nessun accordo, le imprese localizzate nel Regno Unito saranno qualificabili come imprese di paesi terzi, ai fini della re-golazione finanziaria, con quanto ne consegue in punto di inapplicabilità delle regole del passaporto e del controllo da parte del paese di origine. Da qui l’estensione a tali imprese delle valutazioni concernenti il posizionamento nell’Unione che sino ad oggi sono state riferite ad imprese di paesi terzi, e cioè i profili legati alle valutazioni della equivalenza dei regimi e all’identificazione di una giurisdizione europea nella quale stabilirsi e attraverso cui poter poi beneficiare in ambito europeo delle libertà previste dai Trattati. Sotto questo versante, come puntualmente si avverte nel saggio, nulla di nuovo concettualmente. Più che riferibile ad imprese finanziarie genuinamente UK, la questione toccherà per vero gruppi finanziari di paesi terzi che hanno storicamente scelto la giurisdizione inglese per realizzare il primo posizionamento europeo. La sfida sarà, dunque, relativa all’eventuale mantenimento della base londinese come avamposto per la gestione degli affari in area europea (non unionale) ed alla conseguente definizione di rapporti tra tale sede e l’entità posta in una giurisdizione dell’Unione che possa beneficiare del passaporto.

Certo, il forum shopping si realizza sotto diversa forma, ma analoghi risultano gli strumenti prospettati di reazione ad esso. Il vecchio caso relativo alla BCCI, cui conseguì a livello europeo l’introduzione del requisito normativo

della coesistenza di sede legale e amministrativa nello stesso paese, nasceva dalla ricerca della più accogliente giurisdizione per identificare il paese d'origine (il quel caso il Lussemburgo), ferma la vocazione ad operare preferenzialmente in altra giurisdizione dell'Unione, ironia della sorte in quel caso proprio la Gran Bretagna (dunque uno shopping interno all'Unione). Qui si ripropone il fenomeno in una accezione interna-esterna, ma la logica della "sostanza operativa" nel luogo di insediamento non muta di molto.

Le indicazioni dell'Esma e dell'Eba in ordine alle modalità di rilascio delle autorizzazioni ad imprese o filiali ex unionali sono espressione di questo indirizzo e si focalizzano in particolare sulla gestione interinale, cioè sui riposizionamenti che potrebbero essere attivati nei mesi dei negoziati, quando quindi la Gran Bretagna è a tutti gli effetti ancora un paese dell'Unione. Un elemento di attenzione, la cui coerenza di sistema lascia qualche dubbio, attiene alla valutazione della rilevanza degli accordi di esternalizzazione operativa con altre entità dell'Unione (quella medio tempore ancora situata in UK): viene infatti richiesto – in particolare nel documento dell'Eba – di valutare la circostanza prospettica per la quale la Gran Bretagna a tendere potrebbe dover essere considerata un Paese terzo; dunque l'esercizio volto ad evitare che l'entità autorizzata costituisca un letter box viene esteso alla verifica della localizzazione delle entità destinatarie degli accordi di esternalizzazione, cosa che, sul piano tecnico, è un po' ai limiti, giacché per principio di settore ogni esternalizzazione di funzione importante reca implicita la facoltà di revoca e di reinternalizzazione o riassegnazione ad altro soggetto eligibile della funzione esternalizzata.

3. Altro tema di grande interesse, legato questa volta alla architettura di vertice del settore, attiene alla sorte futura dell'Eba. Delle tre autorità europee

di vigilanza è quella che già da tempo ha destato attenzione in termini di adeguatezza della funzione svolta, in particolar modo a seguito della realizzazione del meccanismo unico di vigilanza in ambito euro-unionale, fenomeno non replicato allo stato negli altri settori della finanza e che ha posto sin da subito il tema della convivenza a tendere tra detta autorità e la Bce che, nella zona euro, svolge diretta vigilanza sulle istituzioni significative ed in ogni caso ha un ruolo relevantissimo su tutto il comparto. Come è ben noto, la governance dell'Eba ha subito una profonda revisione in occasione proprio dell'assegnazione alla Bce dei predetti compiti di supervisione, in misura tale da far deviare le regole di governo dell'Eba rispetto a quelle concepite per le autorità sorelle Esma ed Eiopa. In quella occasione le modifiche occorse al regolamento Eba erano volte proprio ad evitare che il blocco costituito dai paesi della zona euro potesse di fatto produrre, nella gestione di quella autorità, una riduzione di rappresentanza dei paesi non aderenti. Ora, è chiaro che la rappresentanza a livello Eba non è riferibile al paese di provenienza, ma è altrettanto opportuno segnalare che di fatto ciascun rappresentante tenda a supportare, in linea con le regole generali, le posizioni delle realtà di riferimento. E' anche inutile nascondersi il fatto che il tema del riequilibrio di rappresentatività, rilevante in sé, in tanto ha ricevuto una compiuta risposta ordinamentale in quanto tra i paesi non aderenti vi era un paese forte come l'UK. Oggi con la prossima uscita proprio di quel paese dal novero dei non aderenti, le garanzie di tutela dei residui paesi riconducibili a questo cluster potranno apparire, in chiave puramente sostanziale, sovrabbondanti. Sotto altro versante, per effetto della Brexit, la distinzione tra paesi euro e non euro potrà apparire meno idonea a giustificare il mantenimento di una distinzione così forte tra soggetto vigilante in area euro (BCE) e soggetto normatore in area Unione

(Eba), con una potenziale spinta alla progressiva maggiore integrazione, quando non preludio di una possibile *reductio ad unum*. Chissà se la scelta della nuova sede dell'Eba – diversa da quella attesa – faciliterà o attenuerà questo percorso. La Brexit sotto questo profilo si inquadra in una fase comunque evolutiva del ruolo delle autorità europee, come noto in chiave di revisione, e che certo dal fenomeno Brexit sarà influenzato. Nel saggio che si presenta tali aspetti trovano una ampia eco; viene posta in chiara luce la prospettiva di un ridimensionamento del ruolo della menzionata autorità, pur segnalandosi che le modalità tecniche attraverso le quali ciò potrà realizzarsi non sono ancora definite ed auspicandosi comunque che le stesse siano in ogni caso idonee a superare potenziali situazioni di conflittualità con altri organismi del Sevif.

4. Il riferimento al ruolo attuale e prospettico dell'Eba ci porta a considerare un ulteriore aspetto dell'impatto sul settore finanziario che potrà essere indotto dalla Brexit: quello legato alla regolamentazione.

Ci si potrà attendere che l'uscita dall'Unione della Gran Bretagna abbia un effetto sulla regolamentazione finanziaria a tendere? A lungo si è discusso, in passato – in più occasioni se ne è occupato anche il Prof. Capriglione – circa l'atteggiamento limitativo di slanci di maggiore integrazione a livello di Unione che la presenza inglese ha o avrebbe determinato. Un approccio sempre timido rispetto a iniziative volte a rendere più visibile e rapida l'integrazione nell'Unione. Se questo è certamente vero, non può tuttavia tacersi il ruolo che tale paese ha avuto, specie in ambito finanziario, quale portatore di una cultura del controllo e delle regole di certo avanzata, quanto a maturità del mercato di riferimento, e per certi aspetti indirizzata a una logica di maggior liberismo rispetto ad altre aree culturali presenti nei paesi dell'Unione.

All'indomani della crisi finanziaria del 2007 si alimentò un dibattito particolarmente intenso circa il ruolo che la cd. politica del light touch avrebbe avuto sull'innescò e sulla profondità della crisi finanziaria in certe aree dell'Unione (il tempo come sempre ristabilisce poi toni e misura di iniziali letture di fenomeni economici). Se passiamo ad esaminare il ruolo che le posizioni inglesi hanno avuto negli anni nel formarsi della regolazione di settore, penso al campo bancario ma forse ancor più a quello dei servizi di investimento (credo anzi che un utile campo di ricerca in ambito storico potrà essere destinato a comprendere quale sia stato il senso e la profondità di questo intervento), di certo si è trattato di posizioni volte a ridurre la burocratizzazione di certi processi e funzioni (la logica sottesa, in ambito Mifid 2, alla disciplina della product intervention è testimonianza di dif-formità di impianto su aspetti rilevanti, trovando soluzione nel ripristino di prerogative anche domestiche). Si può discutere della bontà di un modello di business più orientato alla liberalizzazione operativa, per certo la mancanza di un contrappeso nella fase normativa e poi applicativa potrebbe a tendere ridurre la logica competitiva di una area che per molti ambiti è globale e non sopporta limitazioni per aree territoriali.

Anche in questo caso il tema dell'impatto che la Brexit determinerà sulla configurazione dell'Unione – ora qui tratteggiato per i profili di regolazione – è ampiamente trattato nel saggio del Prof. Capriglione e di Renato Ibrido. Ci si interroga sulla evoluzione del quadro geopolitico dell'Unione valorizzando proprio il profilo del possibile cambiamento culturale dell'Europa e cioè dell'incidenza sui profili socio culturali che grazie all'influenza del pensiero britannico hanno animato lo sviluppo politico economico dell'Unione, richiamando il positivo ruolo che l'orientamento filosofico di alcuni pensatori britannici hanno svolto sulla visione sociologica che ha contraddistinto la

formazione culturale dell'area. Profilo questo di certo più ampio dell'angolazione prima prospettata, quella solo regolamentare, ma che ne condivide la logica. Lo stesso concetto anima la parte finale del lavoro dedicata alla mutazione genetica dell'Unione. Anche qui la prospettiva è riferita al cosa sia destinata ad essere l'Unione dopo l'uscita della Gran Bretagna ed anche qui l'attenzione è rivolta a verificare come gli eventi post Brexit non abbiano allo stato condotto ad un maggiore impulso dei processi di integrazione, che anzi la realtà economica e sociale, così come le agende politiche dei vari paesi, mostrano sovente segni di insofferenza verso le istituzioni e i condizionamenti unionali.

Vincenzo Troiano

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Perugia*

IL SOCIAL LENDING. PROBLEMI DI REGOLAMENTAZIONE *

(Social lending. Regulatory issues)

ABSTRACT: *The paper outlines the most relevant regulatory issues relating to social lending. The European Banking Authority holds that the application of the legal framework for payment institutions to companies managing a social lending platform suffices to protect the interest of the parties of the financing relationships. However, that legal framework does not solve any regulatory issue that may arise in relation to the management of the platform. In terms of rules of conduct, the legal framework for payment institutions seems to focus only on the transfer of money and does not take into account the operation, controls and risks related to the underlying financing relationships. This regulatory gap or uncertainty is typical of any new financial matter and requires to focus on the specific features and context of that new matter in order to identify the interests involved, the related needs for protection and a possible consistent set of rules to be applied.*

SOMMARIO: 1. Sharing economy ed interessi tutelati tra attività riservate e attività non riservate. – 2. Social lending e Autorità Bancaria Europea. – 3. Social lending e disciplina degli Istituti di pagamento. – 4. Il social lending tra norme ed esigenze di tutela. – 4.1. L’operazione di social lending per il prestatore. – 4.2. L’operazione di social lending per il richiedente. – 4.3. L’attività del gestore della piattaforma. – 5. Rilievi conclusivi.

1. La recente proposta di legge sulla “Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell’economia della Condivisione”, presentata il 27 gennaio 2016, ha riaperto il dibattito sulla *sharing economy* e su come questa realtà economica stia trasformando settori chiave dell’economia e delle relazioni sociali¹.

*Contributo approvato dai revisori.

¹Cfr. la proposta di legge n. 3564 sulla “Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell’economia della condivisione”, 27-1-2016.

Con la locuzione “*sharing economy*” si intende un nuovo paradigma economico che propone forme di consumo consapevoli che sostituiscono o integrano i tradizionali modelli di scambio attraverso l’utilizzo delle nuove tecnologie. Elementi necessari per lo sviluppo di questo modello economico sono l’esistenza di una piattaforma, la presenza di una comunità, la convenienza dello scambio e, chiaramente, la tecnologia (internet)².

Tale fenomeno si è sviluppato di pari passo rispetto alla nascita di un nuovo rapporto tra il consumatore e l’impresa, tipico dell’era dei “*social*” e caratterizzato da una maggiore interazione: una sorta di *partnership*, che abbandona il tradizionale rapporto piramidale. Si sono sperimentati nuovi modelli di consumo e di produzione che hanno dato vita ad una nuova figura, il c.d. *prosumer*, qualificata come

²Cfr. Commissione europea, “Un’agenda europea per l’economia collaborativa”, Bruxelles, 2-6-2016, COM (2016) 356 final, e “Le piattaforme on line e il mercato unico digitale. Opportunità e sfide per l’Europa”, Bruxelles, 25-5-2016, COM (2016) 288 final; e il Parere del Comitato delle Regioni, “La dimensione locale e regionale dell’economia della condivisione”, (2016/C051/06). Sulla *sharing economy* in generale, cfr. BOTSMAN, ROGERS, *What’s mine is yours. How collaborative consumption is changing the way we live*, Londra, 2010, XV-XVI, secondo i quali «*Collaborative Consumption is enabling people to realize the enormous benefits of access to products and services over ownership, and at the same time save money, space and time; make new friends; and become active citizens once again. Social networks, smart grids and realtime technologies are also making it possible to leapfrog over outdated modes of hyper-consumption and create innovative systems based on shared usage such as bike or car sharing. These systems provide significant environmental benefits by increasing use efficiency, reducing waste, encouraging the development of better products, and mopping up the surplus created by over-production and – consumption*»; DEMARY, *Stepping up the game. The role of innovation in the sharing economy*, in Konkurrensverkets working paper, 1, 2017; STOKES, CLARENCE, ANDERSON, RINNE, *Making Sense of the UK Collaborative Economy*, 2014, in www.nesta.org.uk/publications/making-sense-uk-collaborative-economy; CAPRIGLIONE, *Riflessioni conclusive a margine di un convegno su «Le riserve di attività economiche alla prova dell’innovazione tecnologica e della sharing economy»*, in *Aperta Contrada*, 2016; COMITO, *La sharing economy. Dai rischi incombenti alle opportunità possibili*, Roma, 2016, *passim*; SMORTO, *Verso la disciplina giuridica della sharing economy*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2, 2015, p. 245 ss.; ID., *I contratti della sharing economy*, in *Foro it.*, 4, 2015, p. 221 ss.; FINGLETON, STALLIBRASS, *Imprese peer to peer, regolamentazione e concorrenza*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 3, 2015, p. 405 ss.; AA.VV., *Le politiche della condivisione. La sharing economy incontra il pubblico*, a cura di POLIZZI, BASSOLI, Milano, 2016, *passim*; DI SABATO, *La prassi contrattuale nella sharing economy*, in *Riv. dir. impr.*, 3, 2016, p. 451 ss.; QUADRI, *L’approccio europeo alla sharing economy*, in questa *Rivista*, 4, 2016 – Supplemento n. 1, p. 285 ss.; DI AMATO, *Uber and the Sharing economy*, in *The Italian Law Journal*, 1, 2016, p. 177 ss.

ibrido tra le figure tradizionali del consumatore e il professionista³. Infatti, il *prosumer* è sia fruitore sia fornitore dei beni. Questa nuova figura rappresenterebbe il prodotto del fenomeno di de-professionalizzazione, caratterizzato dal progressivo superamento della netta distinzione tra produttore e consumatore. Gli scambi fra i soggetti si svolgono all'interno di una comunità nella quale si creano relazioni sociali *peer to peer* che non presentano elementi di subordinazione. Questo elemento di socialità è presente anche quando lo scambio avviene con la moneta.

Uno dei settori coinvolti in tale realtà⁴ è infatti quello bancario e creditizio. Contestualmente al *prosumer* si sono affermate anche nuove forme di finanziamento, quali il *crowdfunding*, che hanno ridefinito i contorni del credito e delle modalità di erogazione dello stesso⁵.

Prima di analizzare le questioni inerenti al *social lending* è importante tenere presente che, secondo le linee guida finora tracciate dall'Unione europea, lo *sharing*, quale nuova dimensione sociale, dovrebbe essere praticato nella più ampia libertà, purché non violi interessi protetti dall'ordinamento. Il limite costituito dal rispetto degli interessi tutelati può determinare significative differenze tra l'area delle attività lasciate alla libera iniziativa e quella delle attività riservate a determinate categorie di soggetti. È in questa seconda categoria di attività che si iscrive il fe-

³Il termine *prosumer* è stato coniato da TOFFLER, *The Third Way*, New York, 1980, edizione italiana, *La terza ondata*, traduzione a cura di BERTI, Milano, 1987, p. 266 ss., «...what these people are really doing is shifting some production from Sector B [the "visible economy"] to Sector A [the "invisible economy"]», p. 267, «we must expect the price of many services to continue their sky-rocketing climb in the years ahead... [this will] make it increasingly 'profitable' for people to produce for their own consumption», p. 273. Nel nostro ordinamento viene definito per la prima volta dall'Autorità per l'energia elettrica il gas e il sistema idrico (AEEGSI), provv. n. 188/2012/E/com, all. A e provv. n. 286/2014/R/com, all. A. Sul punto cfr. MAUGERI, *Elementi di criticità nell'equiparazione, da parte dell'AEEGSI, dei "prosumer" ai "consumatori" e ai "clienti finali"*, in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2015, p. 406 ss.

⁴Sui vari settori coinvolti in questo nuovo modello economico, cfr. lo studio di GAUDINE, *The Cost of Non-Europe in the Sharing economy. Economic, Social and Legal Challenges and Opportunities*, in *European Parliamentary Research Service*, 2016, p. 11.

⁵Sul *crowdfunding* cfr., in generale, Commissione europea, "Crowdfunding in the EU Capital Markets Union", Commission Staff Working Document, SWD (2016) 154 final; Commissione europea, "Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea", COM (2014) 0172 final; KIRBU, WORNER, *Crowdfunding: an infant industry growing fast*, in *Staff Working paper of the IOSCO Research Department*, SWP3/2014.

nomeno oggetto del presente contributo.

2. Il *lending crowdfunding* o *social lending* consiste nel prestito tra privati attraverso l'utilizzo di internet. In particolare, gli utenti di internet, mediante una piattaforma web, prestano o richiedono somme di denaro ad altri privati cittadini o imprese a costi contenuti⁶. Tale fenomeno è il risultato di una disintermediazione, o meglio di una nuova e più leggera forma di intermediazione⁷, che ha permesso

⁶Sul fenomeno del *social lending* cfr. VERSTEIN, *The Misregulation of Person-to-Person Lending*, in *UC Davis Law Review*, 45, 2011, p. 445 ss.; JUDGE, *The future of direct finance: the diverging paths of peer-to-peer lending and kickstarter*, in *Wake Forest Law Review*, 50, 2015, p. 603 ss.; CHAFFEE, RAPP, *Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry*, in *Washington & Lee Law Review*, 69, 2012, p. 485 ss.; MACCHIAVELLO, *Peer to peer lending and the "democratization" of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 21, 2015, p. 521 ss. Sul *social lending* in Italia cfr., invece, MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2013, p. 277 ss.; ID., *Peer to peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, p. 221 ss.; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, Milano, 2013, p. 389 ss.; AA.VV., *Peer to peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*, a cura di FILOTTO, Roma, 2016 *passim*; D'AURIA, *Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*, in *Diritto bancario*, approfondimenti, marzo 2014, www.dirittobancario.it; DONATO, *Regolamentazione del peer-to-peer lending in Italia*, *ivi*, maggio 2015.

⁷Il tema delle "nuove forme di intermediazione creditizia" richiama anche i concetti di "non-banca" e "shadow banking". Secondo Bank for International Settlements (BIS), *Non-banks in retail payments*, Settembre 2014, www.bis.org, il termine "non-banca" è un'espressione convenzionale riferita a «any entity involved in the provision of retail payment services whose main business is not related to taking deposits from the public and using these deposits to make loans». In realtà, tale concetto è stato coniato al fine di denunciare il c.d. *shadow banking system*, inteso quale sistema di erogazione di finanziamenti con trasferimento della liquidità e delle scadenze e correlati rischi al di fuori del sistema bancario. Tale fenomeno è stato alimentato dalla crisi economica degli ultimi anni e dallo sviluppo di fonti alternative di finanziamento in «forma più agile e meno ingessata nelle forme prudenziali e di vigilanza a cui sono assoggettati i tradizionali intermediari bancari e finanziari "vigilati"». Sul punto, CARRIERE, *I "fondi comuni di ristrutturazione" tra investimento, finanziamento e cartolarizzazione*, in *Riv. delle società*, 4, 2016, p. 718 ss. In generale in tema di *shadow banking*, cfr. Financial Stability Board (FSB), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, Ottobre, 2011; Id., *Global shadow banking monitoring report 2016*, 10-5-2017. Il FSB definisce lo *shadow banking system* come la «credit intermediation involving entities and activities outside the regular banking system» e ritiene che l'intermediazione creditizia attraverso canali non bancari possa comportare alcuni vantaggi. Ad esempio, può garantire alle imprese una fonte alternativa di finanziamento e di liquidità. Inoltre, può comportare benefici all'economia, poiché le non-banche possono avere competenze particolari che consentono loro di fornire alcune funzioni nella catena di intermediazione del credito in modo più economico. Tuttavia, il "sistema

l'attuazione di soluzioni creditizie alternative a quelle tradizionali e in grado eliminare l'intermediazione bancaria mediante una piattaforma che agevola l'incontro tra domanda e offerta di risorse finanziarie.

Nei vari Stati in cui è presente, il *social lending* è trattato a livello normativo in modi differenti. In particolare, i gestori di piattaforme di *social lending* in alcuni Stati possono agire liberamente perché non sottoposti a regole o divieti; in altri Stati possono agire solo se si tratta di banche o intermediari finanziari; altre volte sono sottoposti a due livelli di regolamentazione a seconda che vengano in considerazione i profili della negoziazione di posizioni finanziarie sul mercato o invece i profili di costituzione e finanziamento della piattaforma, come negli Stati Uniti, ove il *lending crowdfunding* è disciplinato da una regolamentazione federale attraverso il *Securities and Exchange Commission* (SEC) e da una normativa statale⁸; altre volte ancora

bancario ombra” può diventare anche una fonte di rischio sistemico, sia direttamente sia attraverso la sua interconnessione con il sistema bancario regolare: cfr. BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana 2015*, La rinascita economica e finanziaria in Europa e in Italia, in NIFA - New International Finance Association World Finance Forum 2015, Milano, 5-3-2015, Università Cattolica del Sacro Cuore; PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2010, I, p. 208 ss.; RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in questa *Rivista*, 4, 2016, Supplemento n. 1, p. 301 ss.; BASSAN, RABITTI, *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Consumerism 2016*, “Dalla sharing alla social economy”.

⁸Negli Stati Uniti le piattaforme di prestito *online* hanno infatti bisogno di ottenere una licenza per operare in un determinato Stato e devono rispettare tutte le normative vigenti in tale Stato: cfr. MANBECK, FRANSON, *The regulation of marketplace lending: a summary of the principal issues*, in *Chapman and Cutler LLP*, April 2015; BRADFORD, *Crowdfunding and the federal securities laws*, in *College of Law, Faculty Publications*, Paper 119, 2012, DigitalCommons @University of Nebraska – Lincoln. Il legislatore negli Stati Uniti ha dato una definizione abbastanza ampia del termine *security*. Infatti, la sezione 2 (a)(1) del *Securities Act* del 1933 definisce *security*: «any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing». La definizione del concetto di *security* così ampia ha permesso alla SEC di regolare una varietà di prodotti come titoli e, grazie a due precedenti della Suprema Corte degli Stati Uniti, *Securities and Exchange Commission* contro *WJ Howey Co.* (328 U.S. 293, 298-99, 1946) e

non possono esercitare l'attività di *social lending*⁹.

L'Autorità bancaria europea (EBA), in veste di autorità di vigilanza europea competente in materia (ai sensi dell'art. 9 del Reg. n. 1093/2010), è intervenuta definendo il *lending crowdfunding* e soprattutto tentando di ricondurre questa nuova forma di attività di finanziamento entro le normative europee e dei singoli Stati membri (v. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* del 26 febbraio 2015). In particolare, secondo l'Autorità europea l'attività dei gestori di piattaforme di *social lending* può ritenersi sufficientemente regolata qualora questi ultimi assumano la forma, e dunque si sottopongano alla disciplina, degli "Istituti di pagamento" di cui alla Direttiva 2007/64/CE¹⁰.

La scelta di considerare l'intermediazione svolta dai gestori di siti di *social*

Reves v. Ernst & Young (494 U.S. 56, 64, 1990), di considerare i prodotti offerti dalle piattaforme di *peer to peer lending* come contratti di investimento o *notes*. In particolare, nel caso *Howey* la Suprema Corte ha definito contratto di investimento «*a contract, transaction or scheme whereby a person (i) invests his money (ii) in a common enterprise and is led to expect (iii) profits solely from the efforts of the promoter or a third-party*», permettendo alla SEC di vigilare e regolamentare l'attività svolta dai gestori delle piattaforme di *peer to peer lending*. Nel caso *Reves*, invece, la Suprema Corte ha fornito chiarimenti su quando «*a note might not also be a security*», elencando i casi in cui determinati titoli non possono essere considerati anche *securities*. I titoli offerti dalle piattaforme di *peer to peer lending*, poiché non rientranti in tale lista, sono stati qualificati dalla SEC come *notes constituted securities*. Sul punto cfr. ALEXANDER, *Cyberfinancing for economic justice*, in 4 *William & Mary Business Law Review*, 309, 2013, p. 13-14; VERSTEIN, *The misregulation of person-to-person lending*, cit., p. 10.

⁹Su tale diversità di regolamentazione, KIRBU, WORNER, *Crowdfunding: an infant industry growing fast*, cit., p. 5.

¹⁰La suddetta direttiva è stata abrogata dalla direttiva 2015/2366/(UE) del 25-11-2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, (cd. PSD2), entrata in vigore il 13-1-2016. Entro il 13-1-2018 gli Stati membri dovranno adottare e pubblicare le misure necessarie per conformarsi alla presente direttiva. Secondo il considerando 34: «La presente direttiva non modifica sostanzialmente le condizioni per la concessione e il mantenimento dell'autorizzazione ad operare in qualità di istituti di pagamento. Come nella direttiva 2007/64/CE, le condizioni includono requisiti prudenziali proporzionati ai rischi operativi e finanziari cui sono esposti tali organismi nel corso della loro attività [...] È opportuno che i requisiti per gli istituti di pagamento riflettano il fatto che gli istituti di pagamento esercitano attività più specializzate e limitate, che generano pertanto rischi più ristretti e più facili da monitorare e controllare di quelli derivanti dalla più ampia gamma di attività degli enti creditizi. In particolare, agli istituti di pagamento dovrebbe essere vietato raccogliere depositi da utenti, mentre dovrebbe essere loro consentito usare i fondi consegnati dagli utenti solo per la prestazione di servizi di pagamento. Le norme prudenziali richieste, compreso il capitale iniziale, dovrebbero essere adeguate al rischio correlato ai rispettivi servizi di pagamento prestati dall'istituto di pagamento. I prestatori di servizi di pagamento che offrono esclusivamente servizi di disposizione di ordine di pagamento dovrebbero essere considerati di rischio medio per quanto riguarda il capitale iniziale».

lending come attività di prestazione di servizi di pagamento nasce dalla definizione di “servizi di pagamento” contenuta nell’Allegato della Direttiva 2007/64/CE, relativo all’identificazione dei servizi di pagamento e, segnatamente, dalla previsione per la quale tali servizi includono l’attività di “Esecuzione di operazioni di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l’operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico e il pagamento sia effettuato all’operatore del sistema o della rete di telecomunicazioni o digitale o informatica che agisce esclusivamente come intermediario tra l’utente di servizi di pagamento e il fornitore di beni e servizi”¹¹.

La Direttiva 2007/64/CE, all’art. 16, par. 2, ha previsto che “*gli Istituti di pagamento possono detenere soltanto conti di pagamento utilizzati esclusivamente per le operazioni di pagamento; i fondi che gli istituti di pagamento ricevono da parte degli utenti di servizi di pagamento in vista della prestazione di servizi di pagamento non costituiscono depositi o altri fondi rimborsabili [...], né moneta elettronica [...]*”¹². La disposizione è funzionale a distinguere l’attività degli Istituti di pagamento rispetto alla tradizionale attività bancaria e a rispettare la riserva di attività stabilita in favore delle banche in materia di raccolta fondi. Infatti, a differenza delle banche, gli Istituti di pagamento non acquisiscono la proprietà dei fondi depositati, ma li detengono esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento.

La Direttiva è stata implementata in Italia con d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, e dalle relative disposizioni attuative, stabilite dal regolamento della Banca d'Italia del 17 maggio 2016, recante “*Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica*”, e, per quanto attiene alla trasparenza, dal regolamento della Banca d'Italia 29 luglio 2009 e successive modificazioni, recante “*Di-*

¹¹Nella direttiva 2015/2366/(UE), Allegato I.

¹²Nella direttiva 2015/2366/(UE), art. 18 par. 2 e 3: «2. Gli istituti di pagamento, nella prestazione di uno o più servizi di pagamento, possono detenere soltanto conti di pagamento utilizzati esclusivamente per le operazioni di pagamento. 3. I fondi che gli istituti di pagamento ricevono da parte degli utenti di servizi di pagamento in vista della prestazione di servizi di pagamento non costituiscono depositi o altri fondi rimborsabili ai sensi dell’articolo 9 della direttiva 2013/36/UE, né moneta elettronica ai sensi dell’articolo 2, punto 2), della direttiva 2009/110/CE».

posizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”, Sez. VI e norme in essa richiamate (il regolamento è stato da ultimo modificato con provvedimento del 15 luglio 2015). Per potere agire come Istituto di pagamento e prestare servizi di pagamento è necessaria un’apposita autorizzazione, che in Italia è rilasciata dalla Banca d’Italia. Il rilascio di tale autorizzazione è subordinato alla ricorrenza delle condizioni stabilite dall’art. 114-*novies* TUB. In linea con la disciplina europea, la disciplina nazionale prevede che l’Istituto di pagamento, qualora svolga ulteriori attività accessorie e strumentali alla prestazione di servizi di pagamento, sia obbligato a costituire un patrimonio destinato¹³.

Banca d’Italia è intervenuta, di recente, con un provvedimento recante “Disposizioni in tema di raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche” definendo per la prima volta il *social lending*¹⁴.

Le disposizioni sono finalizzate a rafforzare la tutela dei risparmiatori che prestano fondi a soggetti diversi dalle banche e la sezione IX del provvedimento è dedicata al *social lending* quale «strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme *on-line*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto».

Banca d’Italia non ha previsto una disciplina dettagliata, ma ha chiarito i confini entro i quali l’attività di *social lending* può essere svolta senza violare la disciplina relativa alla riserva di attività di raccolta del risparmio tra il pubblico. Segnatamente, «per quanto riguarda i gestori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: - la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusi-

¹³Sugli Istituti di pagamento cfr., in generale, SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 855 ss.; ID., *Gli Istituti di pagamento*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, a cura di RISPOLI FARINA, SANTORO, SCIARRONE ALIBRANDI, TROIANO, Milano, 2009, p. 49 ss.; CLARICH, *L’armonizzazione europea dei servizi di pagamento. L’attuazione della direttiva 2007/64/CE*, in *AA.VV.*, *Scritti in onore di CAPRIGLIONE*, Padova, 2010, p. 459 ss.

¹⁴Cfr. Banca d’Italia, provv. recante “Disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche”, 8-11-2016.

vamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, comma 4, del TUB; - la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati. Per quanto riguarda, invece, i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: - l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Al riguardo, avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending*, le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un'adeguata informativa pubblica. - l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale. La definizione di un limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi tramite portale *on line* di *social lending* da parte dei prenditori è coerente con la *ratio* sottesa alle presenti Disposizioni, volta a impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori. Sono comunque precluse ai gestori e ai prenditori la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata. Restano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di *social lending* attraverso portali *on-line*».

Le dimensioni ancora relativamente ridotte del mercato italiano del prestito

sociale *on line* e il timore che una eccessiva regolamentazione possa compromettere la crescita di tale attività e lo scopo per cui si è sviluppata non stimolano il legislatore nazionale a disciplinare concretamente questo settore e, secondo alcuni, giustificherebbero la mancanza di una normativa *ad hoc* nel nostro ordinamento¹⁵.

3. La lettura della disciplina degli Istituti di pagamento consente di individuare agevolmente la ragione per la quale l'Autorità Bancaria Europea ha ritenuto possibile sottoporre alla stessa anche i gestori di portali di *social lending*. La previsione di un controllo dell'Autorità di vigilanza nazionale sulla ricorrenza di condizioni oggettive a garanzia della sana e prudente gestione (relative all'organizzazione societaria e alle qualità dei soci che detengono partecipazioni qualificate e degli esponenti aziendali) e sull'obbligo di detenere i fondi ricevuti esclusivamente per prestare un servizio di pagamento appaiono senz'altro rassicuranti dal punto di vista dell'utente. Quest'ultima previsione, insieme alla necessità di costituire un patrimonio distinto nel caso la piattaforma di *social lending* svolgesse altre attività accessorie e strumentali a quella di prestare il servizio di pagamento, mira a consentire che, in caso di apertura di una procedura concorsuale, le somme di denaro del singolo cliente restino patrimonio separato rispetto al patrimonio dell'intermediario e rispetto al patrimonio di qualsiasi altro utente¹⁶.

Alcuni gestori di piattaforme di *social lending* presenti sul mercato italiano hanno scelto di assumere la forma di intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 TUB, sottoponendosi ad un sistema di regole e a controlli più stringenti

¹⁵Cfr. BOFONDI, Il lending-based crowdfunding: *opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e finanza*, n. 375, Marzo, 2017, p. 20. Per quanto riguarda i confini tra l'attività di *social lending* e l'attività bancaria e, dunque, i rischi per i gestori di piattaforme di incorrere nei reati di abusivismo bancario, cfr., prima dell'intervento di Banca d'Italia, MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, cit., p. 301 ss.

¹⁶Sul patrimonio distinto e sulle problematiche che potrebbero nascere in caso di sottoposizione dell'Istituto di pagamento a procedura concorsuale, cfr. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, cit., p. 871-872. L'Autore rileva che nel caso in cui la contabilità separata non sia in ordine, potrebbe risultare difficile sia distinguere il patrimonio di ciascun cliente sia distinguere il patrimonio dell'Istituto di pagamento dal complesso delle somme di pertinenza della clientela.

di quelli previsti per gli Istituti di pagamento.

Altri gestori di piattaforme di *social lending* hanno, invece, assunto la forma di Istituti di pagamento, optando per la soluzione “minimal” consentita dal sistema introdotto dall'intervento dell'EBA. Tali gestori, operando come Istituti di pagamento vigilati da Banca d'Italia, offrono, mediante la piattaforma *web*, un servizio di intermediazione di pagamenti che consiste nel trasferimento di denaro tra soggetti privati che prestano denaro o lo chiedono in prestito. Il servizio principale fornito da tali operatori è la gestione di trasferimenti di denaro tra i clienti.

Al fine di gestire tali trasferimenti, viene aperto per ogni cliente un conto di pagamento e vengono eseguiti anche gli accrediti o addebiti verso conti correnti esterni. I conti di pagamento sono utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento e non sono remunerati. I gestori di piattaforme di *social lending* offrono, inoltre, alcuni servizi accessori e strumentali all'attività principale, quali il servizio di verifica del merito creditizio dei richiedenti e il servizio di recupero crediti. L'affidabilità del meccanismo è assicurata dall'utilizzo di una tecnica di diversificazione degli investimenti individuali che evita che le somme investite da un prestatore siano impiegate in un unico rapporto di finanziamento. I finanziamenti sono infatti suddivisi in piccole quote attribuite a diversi richiedenti, i quali, corrispondentemente, ricevono piccole somme da una pluralità di prestatori fino a concorrenza dell'importo concordato. In tal modo il rischio di insolvenza si riduce al minimo e le eventuali perdite saranno, fin dove possibile, limitate.

In ogni caso, la scelta dell'Autorità Bancaria Europea di ritenere sufficiente, al fine della tutela degli interessi coinvolti, che i gestori delle piattaforme di *social lending* si sottopongano al regime degli Istituti di pagamento non risolve ogni problema di regolamentazione dell'attività di gestione di tali piattaforme. Infatti, quest'ultima attività trascende lo svolgimento di servizi di pagamento. Come è stato sottolineato in dottrina, la disciplina dei servizi di pagamento si concentra esclusivamente sui i soggetti che spostano denaro da un conto ad un altro su ordine dei

clienti e mira a proteggere il denaro dei clienti e la continuità dei sistemi di pagamento¹⁷. Con l'inquadramento nel regime degli Istituti di pagamento l'attività dei gestori di piattaforme di *social lending* trova un sicuro quadro regolamentare sul piano amministrativistico, incentrato sui requisiti della società, dei soci con partecipazioni qualificate e degli esponenti aziendali. Sul piano delle norme di condotta, tuttavia, l'attività trova una disciplina incentrata solo sul fenomeno, per certi versi anodino, del trasferimento di denaro, senza tenere in alcun conto il funzionamento, i controlli e di rischi insiti nella costituzione dei rapporti di finanziamento sottostanti.

In altri termini, restano privi di adeguata risposta regolamentare proprio i profili più caratteristici del fenomeno *social lending*, ossia quei profili che esso non ha in comune con gli altri fenomeni che determinano lo spostamento di risorse monetarie. Emerge, pertanto, una "lacuna regolamentare" (un "problema giuridico") che, innanzitutto, è tipica di ogni nuovo fenomeno economico, soprattutto nel campo finanziario e, in secondo luogo, è comune agli altri fenomeni della "*sharing economy* emersi nell'era dei *social*". Tale problema reclama una soluzione che, come sempre e a maggior ragione in quanto il fenomeno in questione è "nuovo", deve partire necessariamente da una corretta individuazione del *fatto*, ossia dei *connotati distintivi del fenomeno* e dello *scenario* in cui esso si colloca, in quanto unici fattori in grado di consentire l'identificazione degli *interessi* coinvolti, dei relativi *bisogni di protezione* e delle conseguenti *istanze di tutela* rivolte all'ordinamento.

4. Sembra a chi scrive che fra i tratti distintivi del *social lending* vadano annoverati per lo meno l'investimento del prestatore; il conseguimento e la fruizione della prestazione creditizia da parte del richiedente; la gestione di una piattaforma sulla quale si incrociano una pluralità di offerte e domande di prestazioni creditizie

¹⁷Cfr. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, cit., p. 266-267.

e poi, rispettivamente, di investimenti-crediti e di posizioni debitorie.

L'investimento del prestatore solleva questioni relative, se non altro, (i) ai rischi di tale investimento; (ii) alle modalità di rappresentazione degli stessi da parte di chi offre la possibilità di investire; (iii) alla valutazione, da parte di quest'ultimo soggetto, della capacità del potenziale prestatore di valutarli e sopportarne le eventuali conseguenze e (iv) alle tecniche di gestione dell'investimento, una volta che esso sia stato effettuato.

Al riguardo è stato rilevato che gli investimenti attraverso le piattaforme di *social lending* sono sottoposti a rischi più elevati rispetto ad altri tipi di investimento. I relativi investitori possono infatti subire il rischio di chiusura della piattaforma (*Risk of platform closure/failure*), con conseguente perdita dell'investimento; il rischio di frode (*Risk of fraud*), legato all'aspetto *on-line*; il rischio di illiquidità (*Risk of illiquidity*), per il fatto che non tutti i gestori di piattaforme di *social lending* prevedono un mercato secondario; il rischio di attacchi informatici (*Risk of cyber-attack*) e, infine, la mancanza di trasparenza e divulgazione dei rischi (*Lack of transparency and disclosure of risks*)¹⁸.

¹⁸Cfr. KIRBY, WORNER, *Crowdfunding: an infant industry growing fast*, cit., p. 5, e soprattutto l'intervento della Commissione Europea, "*Crowdfunding in the EU Capital Market Union*", cit., p. 16, per la quale «*Lending-based crowdfunding may also give rise to some of the risks listed above: investors may not have sufficient information or may be misinformed; insolvency of the platform operators; conflict and misalignment of interests; security of client data; platforms are used for illicit activities; fraud and related reputational risk*»; e la Comunicazione della Commissione europea, "Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea", cit., punto 3.2.2. Analoghi problemi vengono evidenziati per il Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA), Consultation paper CP13/13, "*The FCA's regulatory approach to crowdfunding (and similar activities)*", secondo la quale «*The main risk facing investors on loan-based crowdfunding platforms is non-repayment of capital or non-payment of interest, either because of borrower default, fraud or firm failure. These risks will vary and mitigating them will depend on the level of due diligence carried out by the platforms and the investors. A number of firms operating loan-based crowdfunding platforms have adopted approaches to reduce the risk of default, including the following: only dealing with borrowers with good creditworthiness; putting contingency funds in place that aim to cover lost capital in the event of borrower default, and facilitating secured loans, where there is collateral that may be sold to repay capital*». La FCA dal 1 luglio 2014 è l'autorità competente a regolamentare e vigilare nel Regno Unito il fenomeno del *loan-based crowdfunding* che include il *peer to peer lending*. Sui rischi legati al fallimento del gestore della piattaforma, cfr. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, cit., p. 237, per la quale sarebbe

Per quanto riguarda invece il conseguimento e la fruizione della prestazione creditizia da parte del richiedente, questi sollevano questioni relative, se non altro, (i) ai costi del conseguimento e della fruizione di tale prestazione; (ii) alle modalità di rappresentazione degli stessi da parte di chi offre la possibilità di ottenere credito (il gestore della piattaforma); (iii) alla valutazione, da parte di quest'ultimo soggetto, della capacità del potenziale debitore di rimborsare l'importo che intende ricevere e sostenere i suddetti costi e (iv) alle tecniche di gestione dei rapporti con il richiedente, una volta che la prestazione creditizia sia stata effettuata.

Infine, la gestione di una piattaforma sulla quale si incrociano una pluralità di offerte e domande di prestazioni creditizie e poi, rispettivamente, di investimenti-crediti e di posizioni debitorie solleva questioni relative, se non altro, (i) alle tecniche di gestione e collegamento di domande e offerte; (ii) alle modalità di presentazione delle informazioni riguardo a tali tecniche; (iii) alle modalità di intervento rispetto ai vari rapporti creditizi nel caso di singoli inadempimenti o vere e proprie insolvenze e nel caso di ineguale distribuzione di inadempimenti o insolvenze a danno di alcuni prestatori e non di altri (in materia di insolvenza o crisi si pensi anche ai problemi che potrebbero derivare dall'accesso del debitore a procedure per la soluzione delle situazioni di sovraindebitamento¹⁹).

Si tratta di questioni che in parte non sono affrontate dalla disciplina specificamente stabilita per gli Istituti e i servizi di pagamento e che richiedono l'applicazione di regole stabilite per fenomeni più generali (si pensi a quelle sui rapporti con i consumatori) o il ricorso, nei limiti della compatibilità, a regole analoghe a quelle stabilite per fenomeni affini a quello in esame. L'identificazione dei singoli tratti caratteristici del *social lending* dovrebbe agevolare l'individuazione di tali regole.

opportuno, al fine di limitare i danni in caso di fallimento della piattaforma, prevedere piani di risoluzione, anche contrattuali, o l'intervento di un operatore in veste di *back-up service*.

¹⁹V. Legge 27-1-2012 n. 3 "Disposizioni in materia di usura e di estorsione, nonché di composizione delle crisi da sovraindebitamento". Sul tema cfr. TERRANOVA, *Stato di crisi sovraindebitamento*, Torino, 2013, p. 100 ss.; MACARIO, *Sovraindebitamento e procedure di esdebitazione per i debitori "non fallibili"*. *Il completamento della riforma*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 2012, p. 203 ss.; MODICA, *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Napoli, 2012, *passim*.

4.1. Per quanto riguarda il profilo dell'investimento, le norme di riferimento per soddisfare meglio le esigenze di tutela del prestatore potrebbero essere quelle stabilite per lo svolgimento dei servizi e delle attività di investimento in strumenti finanziari (artt. 21 e ss. TUF e artt. 27 e ss. del Regolamento Consob. 16190/2007 e successive modificazioni), che, laddove il prestito a scopo di *social lending* sia diverso dall'investimento in strumenti finanziari, andrebbero depurate dagli aspetti inerenti al peculiare oggetto dell'investimento.

Al riguardo, anche per precisare la posizione assunta in altre sedi, sono necessarie alcune considerazioni. Nei casi in cui il prestito preveda l'eventualità di una remunerazione e consista dunque in un investimento, l'attribuzione effettuata dal prestatore rientra nella nozione di «prodotto finanziario», ai sensi dell'art. 1, co. 1, del TUF, in quanto è una «forma di investimento di natura finanziaria»²⁰.

²⁰Sui concetti “investimento” e “natura finanziaria”, cfr. LENER, *Sui certificati bancari di deposito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2013, I, p. 351 ss. L'autore sostiene che «Il concetto di investimento riconduce ad un conferimento di denaro (o di altro bene fungibile), dal cui impiego possa derivare un guadagno futuro, un ritorno economico, se si vuole un eventuale (aleatorio) incremento di valore rispetto al versamento effettuato all'atto dell'acquisto del prodotto [...]. Quanto al secondo elemento, può dirsi che un investimento sia finanziario quando, a fronte del conferimento di un bene presente, per lo più denaro, si riceverà in corrispettivo un bene il cui valore non sia conoscibile, nella sua pienezza, all'atto dell'investimento»; Comunicazione Consob, n. DTC/13038246 del 6-5-2013, in cui viene chiarito che «per “ogni altra forma di investimento di natura finanziaria” debbano intendersi le proposte di investimento che implicino 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 [...] per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente [...] ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa». Pertanto, non rientrano nella nozione di prodotto finanziario «le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni 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 i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso»; in generale, sui prodotti finanziari, FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti finanziari»*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 133 ss., il quale anziché definire i prodotti finanziari attraverso i termini utilizzati dal legislatore nel TUF, pone l'accento sul contratto c.d. «creativo» di nuovi valori finanziari: «il nuovo valore, il nuovo bene, è totalmente rappresentato appunto dal contratto, contratto che deve contenere la compiuta identificazione e disciplina del valore creato, del bene protetto»; cfr. inoltre, LIBONATI, *Diritto Commerciale – Impresa e società*, Milano, 2005, p. 117 ss.; FRATINI, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F.*, in FRATINI, GASPARRI (a cura di), *Il Testo unico della Finanza, artt. 1-90*, I, Torino, 2012, p. 20 ss.; LUPOI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio*

Più complessa è la questione dell'inquadramento del prestito del *peer-to-peer lending* tra gli strumenti finanziari. Come è noto, gli strumenti finanziari sono specificamente individuati dalla legge e si distinguono dagli altri prodotti finanziari per la loro idoneità a formare oggetto di negoziazione sul mercato di capitali (la mancanza di tale attitudine esclude che un determinato prodotto finanziario possa essere qualificato come strumento finanziario)²¹. Secondo una parte della dottrina, la negoziabilità rileva come «requisito *astratto*», nel senso che «anche strumenti (al momento) non quotati in alcun mercato, regolamentato o meno, possono essere strumenti finanziari, ove siano *idonei* a essere oggetto di trasferimenti sul mercato di capitali»²².

La qualificazione dell'operazione di *social lending* come strumento finanziario sembra dipendere dal fatto che la specifica piattaforma considerata consenta

finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento, in questa *Rivista*, 4, 2016, Supplemento n. 1., p. 69 ss.

²¹Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016, p. 12; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, p. 83; LENER (a cura di), *Diritto del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 63 ss.; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in Trattato Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 39 ss.; FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 129 ss.; Commission, *Question ID 285, Definitions - transferable securities*, Internal reference 115, (<http://ec.europa.eu/finance/koel/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=285>), «The concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such contexts, it is not a transferable security».

²²Cfr. LENER, *Diritto del mercato finanziario*, cit. p. 63; sul punto v. anche NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel Tuf aggiornato in base alla Mifid (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1, 2009, p. 807 ss., in part., 829-830, per il quale «la stessa funzione degli strumenti finanziari in qualche modo implica che gli stessi siano almeno astrattamente negoziabili, se non fosse proprio già prevista in concreto la negoziazione su un mercato regolamentato, ovvero l'emittente non fosse fin dal principio disponibile – prendendo in concreto per sé la posizione del *market maker* – ad agevolare la raccolta di liquidità rendendo più facile per un potenziale investitore la prospettiva del disinvestimento, assumendo in proprio l'onere della ricerca di un nuovo investitore disposto a subentrare al primo»; ANGELICI, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, I, 31, nt. 59, secondo il quale «il funzionamento del mercato secondario è un presupposto indispensabile per il mercato primario (in quanto la possibilità di negoziazione nel mercato secondario consente la liquidità dell'investimento e riduce così i costi dell'emissione dei relativi titoli)»; ONZA, SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2009, I, p. 575 ss., in part. p. 577-578, per i quali «la negoziabilità sul mercato non è elemento predicato nella definizione, meglio: nell'elenco di “strumenti finanziari” esibito dall'art. 1, comma 2, t.u.f. Ciò nonostante anche rispetto agli strumenti finanziari a certi fini deve riconoscersi sussistente uno stretto legame con il mercato, al segno di individuare nell'ammissione alla negoziazione su un mercato un co-elemento essenziale per l'applicazione di significativi comparti di regole».

all'investitore di cedere la propria posizione creditoria, ossia di avere accesso al c.d. mercato secondario²³. Nell'ordinamento inglese la FCA recentemente ha affermato che «*although some platforms have a way of cashing in your investment (a secondary market), you may not always be able to cash it in quickly or for as much money as you paid*»²⁴. Negli Stati Uniti la SEC ha affermato che «*some market participants offer a secondary market for loans originated on their own sites. At least one of the platforms sell third-party issued securities to multiple individual investors thus improving the liquidity of these securities*»²⁵. In Italia, alcuni gestori di piattaforme consentono al prestatore la negoziazione della propria posizione se ricorrono determinati requisiti²⁶ che sono tali da ridurre notevolmente l'area delle posizioni creditorie negoziabili.

In ogni caso, pochi dubbi sussistono sulla necessità che il gestore sia sottoposto a regole di condotta analoghe, almeno per alcuni profili, a quelle previste per i servizi e le attività di investimento. Al riguardo potrebbero assumere rilievo, tra le altre, le disposizioni sull'informazione sui rischi e sulla valutazione della capacità dell'investitore di valutarli e sopportarne le eventuali conseguenze, quelle sulla trasparenza e la correttezza (non limitate all'aspetto del servizio di trasferimento di fondi), quelle sulla diversificazione dei rischi dell'investimento (che alcuni gestori di piattaforme hanno già adottato su base volontaria), e così via.

Sul punto deve riconoscersi che l'approccio dell'Autorità Bancaria Europea si

²³Per un'apertura in relazione ai casi in cui la posizione del prestatore sia negoziabile v. MACCHIARELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, cit., p. 272; ID., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca impresa società*, 1, 2017, p. 306.

²⁴Cfr. FCA, *Crowdfunding, Find out how crowdfunding works, some of the benefits and risks, and our view of this type of investment opportunity*, 18-4-2016, www.fca.or.uk.

²⁵SEC, *Regulation Crowdfunding final rule*, 363, www.se.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf.

²⁶Alcune piattaforme prevedono la possibilità di cedere i prestiti a condizione che risulti almeno una rata pagata e almeno tre rate ancora da pagare; che tali prestiti non siano in stato di ritardo; che la rata corrente non sia scaduta da più di 7 giorni lavorativi. Inoltre, alcuni prestiti potrebbero risultare non cedibili se nel mercato non esiste almeno un'offerta attiva di un altro prestatore compatibile per classe, durata e tasso.

connota per un grande pragmatismo. La linea secondo cui i gestori di piattaforme di *social lending* possono legittimamente svolgere la propria attività assumendo la forma di Istituti di pagamento e, dunque, configurando i rapporti con prestatori e richiedenti come rapporti di “servizio di pagamento” e gestione di “conti di pagamento” ai sensi dell'art. 4 della Direttiva 2007/64/CE²⁷ e del relativo Allegato e, per l'Italia, ai sensi dell'art. 1 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, rende, infatti, applicabile, oltre alla normativa specificamente stabilita da tali provvedimenti e dai relativi regolamenti attuativi, una lunga serie di norme a tutela del cliente, soprattutto quando questi operi per ragioni estranee alla propria attività professionale.

Segnatamente, per i servizi di pagamento la normativa attuale già prevede l'applicazione delle “*Regole generali e [dei] controlli*” relativi alla “*trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con la clientela*”, ai sensi dell'art. 127 e ss. TUB (disposizioni derogabili solo in senso favorevole al cliente), e stabilisce la specifica disciplina di cui all'art. 126-*bis* ss. TUB (che su accordo delle parti è derogabile anche in senso sfavorevole dell'utilizzatore quando questi non sia l'utilizzatore un consumatore o una micro-impresa: v. art. 126-*bis*, co. 3, TUB).

Rispetto al contratto quadro per i servizi di pagamento, l'art. 126-*quinquies* TUB richiama l'art. 117, co. 1-4 e 6-7, TUB, su forma e contenuto dei contratti (v. art. 126-*quinquies* TUB), e l'art. 126-*sexies*, co. 5, TUB, prevede che restino “*ferme, in quanto compatibili*”, le disposizioni sui poteri di modifica unilaterale del contratto di cui ai commi 3 e 4 dell'art. 33 cod.cons. Il testo di tali commi dell'art. 33 cod.cons. e della norma che li richiama (l'art. 126-*sexies*, co. 5, TUB) sembra peraltro confermare indirettamente l'applicabilità, più in generale e in quanto siano compatibili, delle norme sul “*rapporto di consumo*”, che d'altronde riguardano espressamente anche i servizi finanziari (v. artt. 33 e ss. cod.cons.).

L'art. 114-*undecies* TUB prevede altresì l'applicazione agli Istituti di paga-

²⁷Art. 4 direttiva 2015/2366/(UE).

mento, sempre nei limiti della compatibilità, di una serie di disposizioni tra le quali quelle “contenute [...] nel Titolo VI”, che, se inteso in tutta la propria estensione, include le disposizioni sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti, di cui all'artt. 115 e ss. TUB, salvo il fatto che le norme del Capo I, relativo ad operazioni e servizi bancari e finanziari, non si applicano ai servizi di pagamento di cui al Capo II-*bis* a meno che siano espressamente richiamate (art. 115, co. 3, TUB). Come si è anticipato, in materia di “trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari - Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti” i servizi di pagamento sono sottoposti, in particolare, al regolamento della Banca d'Italia 29 luglio 2009 e successive modificazioni, Sez. VI e norme in essa richiamate.

Inoltre, i servizi di pagamento prestati in favore di un consumatore dal gestore di una piattaforma, in quanto “servizi finanziari” ai sensi degli artt. 45 e 67-*ter* cod.cons., sono sottoposti alla disciplina sulle informazioni precontrattuali e sugli altri diritti per i consumatori di servizi, prevista dalle Sezioni da I a IV del Capo I (*Dei diritti dei consumatori nei contratti*) cod.cons., e alla disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, stabilita dalla Sezione IV-*bis* del medesimo Capo. Nell'ambito delle “Disposizioni generali” previste dalla Sezione IV si segnala, in particolare, la regola per cui il foro competente è inderogabilmente il c.d. foro del consumatore.

In sintesi, l’“incasellamento” dell'attività di gestione di piattaforme di *social lending* nel quadro degli Istituti e dei servizi di pagamento sembra coprire una vasta gamma di esigenze di tutela del prestatore. Tuttavia, resta il fatto che l'intera normativa resa applicabile mediante tale “incasellamento” è incentrata sul servizio di pagamento e può pertanto rivelarsi carente rispetto ai bisogni del prestatore in quanto investitore. Per esempio, per quanto riguarda gli obblighi informativi e le modalità di attuazione dell'operazione, le informazioni e le tecniche che interessano il prestatore in quanto investitore sono ulteriori e diverse rispetto a quelle che lo interessano in quanto utilizzatore di servizi di pagamento (si pensi, tra l'altro, all'in-

formazione sui rischi e alla diversificazione dei rischi sottostanti all'investimento). In secondo luogo, la normativa sugli Istituti e sui servizi di pagamento pone o potrebbe porre limiti operativi che per la tutela del prestatore del *social lending* potrebbe avere senso non porre. Si pensi ai limiti alle “Attività esercitabili” e, in particolare, alla concessione di finanziamenti, posti dalle “Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica”, emanate con regolamento della Banca d'Italia del 17 maggio 2016 (cfr. Cap. IV, Sez. I, di tali Disposizioni): tali limiti potrebbero, infatti, ridurre inutilmente le possibilità dell'Istituto di pagamento di coprire con un proprio finanziamento in favore del debitore eventuali inadempimenti o insolvenze di quest'ultimo nel rapporto creditizio con il prestatore.

Tutto ciò richiama la necessità di una soluzione di equilibrato compromesso tra esigenze di tutela dell'investimento del prestatore ed esigenze di efficiente funzionamento del *social lending*. Questa soluzione sembra potere essere trovata concentrandosi sulle peculiarità dell'attività del gestore della piattaforma, come sarà necessario fare tra breve (par. 4.3).

4.2. Per quanto concerne il conseguimento e la fruizione della prestazione creditizia, le norme di riferimento per soddisfare meglio le esigenze di tutela del soggetto che richiede un finanziamento tramite la piattaforma di *social lending* potrebbero essere quelle inerenti alla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti (artt. 115 e ss. TUB) e, ove il richiedente ottenga credito per ragioni estranee alla propria attività professionale, al credito al consumo (artt. 121 e ss. TUB) e, più in generale, alla tutela del consumatore²⁸. Anche su questo versante, cioè quello del richiedente, valgono le notazioni svolte riguardo alla disciplina

²⁸Sul punto cfr. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, cit., p. 319-320, secondo la quale la disciplina del credito al consumo potrebbe essere applicata esclusivamente nelle ipotesi in cui i gestori delle piattaforme erogano, anche in parte, il finanziamento. In Italia il gestore della piattaforma *Prestiamoci* adotta un modello “ibrido” che riconosce la possibilità all'operatore di finanziare in parte i prestiti erogati e condivide con il prestatore un progetto di lungo periodo.

applicabile al prestatore. Da un lato, l'“incasellamento” del *social lending* nel regime degli Istituti e dei servizi di pagamento rende senz'altro applicabili, direttamente o indirettamente, le norme a tutela del cliente che si sono in precedenza individuate. Dall'altro lato, la normativa applicabile ad Istituti e servizi di pagamento rimane incentrata sulle questioni inerenti al servizio di pagamento e può pertanto rivelarsi carente rispetto ai bisogni del richiedente in quanto debitore o potenziale debitore. Per esempio, per quanto riguarda gli obblighi informativi e le modalità di attuazione dell'operazione, le informazioni e le tecniche che interessano un soggetto in quanto richiedente del *social lending* sono ulteriori e diverse rispetto a quelle che lo interessano in quanto utilizzatore di servizi di pagamento (si pensi, tra l'altro, all'informazione sui tassi effettivi globali e sulle altre condizioni del prestito, ai costi del recesso e del rimborso anticipato, alla possibilità di opporre senza i limiti di cui all'art. 1248 c.c. l'eccezione di compensazione anche in caso di cessione del credito, nonché all'esigenza di evitare politiche di risoluzione del contratto e recupero crediti eccessivamente aggressive).

La discrasia tra tutela apprestata ed effettive esigenze di tutela potrebbe manifestarsi anche nel fatto che, sebbene le norme del Codice di consumo, ove non derogate, siano applicabili ai servizi di pagamento e sebbene l'art. 43 cod.cons. rinvii alle norme del TUB applicabili al credito al consumo (Capi II e III del Titolo VI del TUB), l'applicazione diretta di queste ultime in favore del richiedente del *social lending* potrebbe risultare preclusa. Infatti, ai sensi dell'art. 121 TUB il “finanziatore”, nella disciplina del credito al consumo, è “*un soggetto che, essendo abilitato a erogare finanziamenti a titolo professionale nel territorio della Repubblica, offre o stipula contratti di credito*”; al contrario, il finanziatore del *social lending* ha tipicamente caratteristiche diverse da queste, in quanto è un “piccolo” prestatore non professionale. Al riguardo può essere utile precisare che l'ostacolo all'applicazione delle norme sul credito al consumo nel campo del *social lending* potrebbe risultare non superato anche qualora si riconoscesse che il rinvio dell'art. 114-*undecies* TUB

(in materia di Istituti di pagamento) alle disposizioni “contenute [...] nel Titolo VI” riguarda effettivamente l'intero Titolo (Titolo VI: “Trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti”). Difatti, è vero che tale Titolo include anche le disposizioni sul credito al consumo, ma è altrettanto vero che il rinvio da parte dell'art. 114-*undecies* TUB vale solo nei limiti della compatibilità, e non è detto che le norme stabilite per i rapporti creditizi tra finanziatori professionali e consumatori siano compatibili con i rapporti creditizi “peer to peer”, caratteristici del *social lending*.

4.3. Per quanto riguarda la gestione della piattaforma di *social lending*, in assenza di una normativa generale sulla gestione delle piattaforme, si potrebbe fare riferimento ad alcune delle norme stabilite dal Regolamento Consob n. 18592/2013 sulla “raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line” (e successive modificazioni), adottato ai sensi degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF. Inutile dire che, per essere trasposte nel campo del *social lending*, tali norme devono essere depurate dai profili specificamente riguardanti il particolare fenomeno per il quale sono state emanate, costituito dall'*equity crowdfunding* e, segnatamente, dalla raccolta di capitale di rischio per le *start-up* innovative²⁹. Inoltre, i compiti che la normativa men-

²⁹Sull'*equity crowdfunding* cfr., in generale, PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia, Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; PINTO, L'«equity based crowdfunding» in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita, in *Le Società*, 7, 2013, p. 818 ss.; SANTORO, TONELLI, *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. Dir. Bancario*, 7, 2014, p. 1 ss.; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 699 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista delle Società*, 2014, p. 371 ss.; AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2014, www.crowdfuture.net, p. 72 ss.; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 519 ss.; MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment based crowdfunding in Europa*, cit., p. 283 ss.; e, con particolare riferimento al rapporto tra emittente e gestore della piattaforma, ACCETTELLA, CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2, 2017, I, p. 237 ss. Anche per interessanti rilievi comparatisti, cfr. inoltre D'IPPOLITO, MUSITELLI, SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID – Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law* 13, 1, 2016, p. 33 ss.

zionata affida alla Consob potrebbero o dovrebbero verosimilmente spettare, nel *social lending*, alla Banca d'Italia.

Tra le norme a cui si potrebbe fare utilmente riferimento si pensi a quelle dell'art. 13 (*Obblighi del gestore*) Regolamento Consob n. 18592/2013 per le quali «*Il gestore opera con diligenza, correttezza e trasparenza evitando che gli eventuali conflitti di interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento dell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori [...] e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni*»; «*il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta è [...] affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento [...]*»; «*il gestore non diffonde notizie che siano non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale[...]*»; «*Il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili [...]*». Si pensi, ancora, ad alcune delle regole sulla “*Informazioni relative alla gestione del portale*” di cui all'art. 14; sugli “*Obblighi relativi alla gestione degli ordini di adesione degli investitori*” di cui all'art. 17 e sugli “*Obblighi di tutela degli investitori connessi ai rischi operativi*” di cui all'art. 18.

Per i servizi di pagamento obblighi di trasparenza e correttezza sono già imposti dall'art. 126-*quater* ss. TUB e dalla Sezione VI del citato regolamento della Banca d'Italia 29 luglio 2009 e successive modificazioni. Tuttavia, anche sul versante dell'attività del gestore della piattaforma di *social lending* emerge la necessità di una regolamentazione che non sia limitata al servizio di pagamento e si focalizzi invece sulle questioni tipiche del *social lending* e dell'attività di gestione della piattaforma, che si sono sopra parzialmente delineate: un'attività nel contesto della quale si incrociano istanze di tutela per certi versi contrapposte (quelle dei prestatori e quelle dei richiedenti) e la “piattaforma” diviene, in sostanza, un elemento centrale

della “fattispecie”³⁰, che potrebbe anche essere regolato, almeno per gli aspetti generali, mediante principi di carattere trasversale da individuare, applicabili alla gestione delle piattaforme per lo svolgimento di attività della “*sharing economy*” e adattabili di volta in volta a seconda del fenomeno da regolare.

In ogni caso, considerate le caratteristiche del *social lending*, occorre riconoscere che, nell'ambito di questo peculiare fenomeno, al gestore della piattaforma non spettano meri compiti tecnico-materiali, ma una delicata attività di intermediazione tra le esigenze dei prestatori per un'efficace tutela dell'investimento e quelle dei richiedenti per un trattamento “*fair*” della propria posizione.

Le esigenze di regolamentazione che si sono prospettate potranno essere soddisfatte (i) tramite interventi legislativi o (ii) tramite provvedimenti o prassi applicative dell'Autorità di vigilanza, che potrebbe estendere i propri poteri regolamentari e di controllo ai profili propri del credito “*peer to peer*”, o, ancora, (iii) seppure con qualche difficoltà e in maniera meno organica, mediante idonee soluzioni interpretative. Quel che è certo è che il fenomeno “*social lending*” reclama una regolamentazione che ne consideri i connotati tipici ed “essenziali”³¹.

5. Volendo riassumere quanto si è rilevato in precedenza, appare chiaro che

³⁰La piattaforma *web*, gestendo e regolando le operazioni in maniera centralizzata, è «il cuore di tutto il sistema», in quanto permette, da un lato, di far incontrare domanda e offerta in maniera efficiente e, dall'altro lato, di ridurre i costi di transizione. Sul punto COMINO, *La sharing economy*, cit., p. 23.

³¹Il bisogno di una regolazione conforme all'essenza del fenomeno *social lending* – il quale, per potersi sviluppare in modo equo e bilanciato, necessita di un'adeguata disciplina che al contempo non risulti oppressiva per lo sviluppo dello stesso – risponde ovviamente ad un'istanza che riguarda anche molti altri fenomeni. Per limitarsi ai nuovi modelli di *business* basati su internet, caratterizzati da un estremo dinamismo, si rileva che infatti una parte della dottrina segnala il rischio di una regolamentazione eccessiva o difficile da applicare e ritiene che in taluni casi sarebbe preferibile che i regolatori evitassero di estendere la propria autorità a nuovi mercati e tecnologie in modo prematuro, in quanto ciò comporta un elevato rischio di imporre rimedi inutili e dannosi (MANNE, WRIGHT, *Google and limits of Antitrust: the case against the antitrust case against Google*, in *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 34, n. 1, 2011, <https://ssrn.com/abstract=1577556>; CERVONE, *Strumenti di pagamento innovativi interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in questa *Rivista*, 4, 2016 - Supplemento n. 1, p. 64-65).

L'“incasellamento” dell'attività di gestione di piattaforme di *social lending* nel quadro degli Istituti e dei servizi di pagamento potrebbe rivelarsi di per sé limitato rispetto alle esigenze di tutela dei diversi soggetti coinvolti.

Per quanto riguarda le esigenze di tutela del prestatore le norme di condotta degli operatori del settore potrebbero essere ispirate, con gli adattamenti eventualmente necessari, ai principi desumibili dalle disposizioni sui servizi e sulle attività di investimento in strumenti finanziari (artt. 21 e ss. TUF e artt. 27 e ss. del Regolamento Consob. 16190/2007 e successive modificazioni).

Per quanto concerne, invece, le esigenze di tutela del soggetto che richiede un finanziamento, le norme di condotta di riferimento potrebbero essere modellate, con adattamenti, sui principi adottati in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti (artt. 115 e ss. TUB) e, ove il richiedente ottenga credito per ragioni estranee alla propria attività professionale, su quelli applicati nella disciplina sul credito al consumo (artt. 121 e ss. TUB) e, più in generale, nella disciplina a tutela del consumatore.

Per quanto riguarda la gestione della piattaforma di *social lending*, in attesa dell'elaborazione di norme generali per la gestione delle piattaforme, si potrebbe infine fare riferimento ad alcuni dei principi adottati dal Regolamento Consob n. 18592/2013 sulla “raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line” (e successive modificazioni), con esclusione dei profili di disciplina adatti al solo *equity crowdfunding* e alla sola raccolta di capitale di rischio per le *start-up* innovative.

Il parallelismo tra *social lending* ed *equity crowdfunding* consente di aggiungere in via conclusiva un'ulteriore notazione. Nonostante le sostanziali differenze, i due fenomeni richiedono entrambi un equilibrato bilanciamento tra istanze di regolamentazione e istanze di apertura all'innovazione. Per tale ragione negli Stati Uniti è stato proposto alla SEC di valutare l'adozione di un “*regulatory sandbox*”, in conformità all'approccio regolamentare già seguito per i “*crowdfunding investing por-*

*tals*³². Il medesimo tipo di approccio è stato di recente preso in considerazione dall'EBA per il settore *FinTech* degli Stati membri dell'Unione Europea, anche come oggetto di ulteriori analisi ed approfondimenti³³. Come è noto, il *regulatory sandbox* consiste in un programma di sperimentazione che permette di testare nuovi prodotti o servizi con il supporto di un'autorità per un periodo di tempo limitato, consentendo alle imprese coinvolte di verificare i propri modelli di *business* in un "ambiente sicuro". Tale tecnica permetterebbe alle imprese autorizzate di sperimentare e crescere senza una regolamentazione eccessiva, purché le loro operazioni rimangano entro determinati limiti. Una via per promuovere l'innovazione senza abdicare ai compiti dell'ordinamento.

Giorgia Biferali

*Dottore di ricerca e assegnista di ricerca
in Diritto privato nell'Università Roma Tre*

³²Cfr. *Rulemaking petition regarding the Regulation of Digital Assets*, 14-3-2017, ES155209, www.sec.gov, ove si afferma che «*The petition for rulemaking also asks the SEC to consider adopting a regulatory sandbox [...] an approach is similar to the approach adopted by the SEC for the regulation of crowdfund investing portal in that it requires such portals to either register with the SEC as a broker-dealer or to register with FINRA as a crowdfunding portal that can only engage in a limited number of activities [...]. It is also likely that peer to peer lending platforms that use digital assets may be required to register as broker-dealers*».

³³Cfr. *Discussion paper on the EBA's approach to financial technology (Fin Tech)*, 4-8-2017, p. 32 ss. La sperimentazione mediante *regulatory sandbox*, conosciuta attualmente in diversi Stati membri, è stata proposta in precedenza dalla Financial Conduct Authority per i "*financial services*" nel Regno Unito: cfr. speech by WOOLARD, *Innovate Finance Global Summit*, 11-4-2016, www.fca.or.uk.

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

CASSAZIONE CIVILE, SEZ. II, DEL 4 GENNAIO 2018, N. 70

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE

SEZIONE SECONDA CIVILE

[Omissis]

ha pronunciato la seguente:

SENTENZA

sul ricorso 12024/2015 proposto da:

[Omissis], in proprio nome ed in qualità di amministratore dell'impresa d'investimento comunitaria [Omissis]; - ricorrenti -

contro

CONSOB - COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETA' E LA BORSA, [Omissis]; - controricorrenti -

avverso il decreto della CORTE D'APPELLO di MILANO, depositato il 29/10/2014, R.G. n. 376/2014, Cron. n. 4226/2014; [Omissis].

Fatto

RITENUTO IN FATTO

1 Con decreto 29.6.2014 la Corte d'Appello di Milano ha respinto il ricorso in opposizione proposto da [Omissis] in proprio e quale amministratore della impresa di investimento [Omissis] contro la delibera Consob n. 18792 del 5.2.2014 (adottata anche nei confronti dell'amministratore delegato e 4l responsabile di filiale) con cui gli era stata irrogata la sanzione pecuniaria di C. 50.000 (Euro. 25.000,00 per violazione del D.Lgs. n. 58 del 1998, art. 21, comma 1, lett. a, ed Euro 25.000,00 per violazione del D. Lgs. n. 58 del 1998, art. 31, comma 1, e art. 78 del Regolamento Consob. N. 16190/2007). La contestazione e il conseguente trattamento

sanzionatorio erano scaturiti da un'ispezione del settembre 2012 da cui era emerso che la succursale italiana di [Omissis], da ottobre 2011 al 10.12.2012 si era avvalsa, per lo svolgimento dell'attività di promozione fuori sede dei propri servizi di investimento, di soggetti non iscritti all'albo dei promotori ovvero di promotori per i quali la [OMISSIS] non era l'intermediario mandante.

La Corte di merito, per quanto ancora interessa in questa sede, ha ritenuto:

- che l'eccezione di carenza di potere ispettivo dell'autorità italiana era infondata in considerazione della previsione normativa contenuta nell'art. 10 T.U.F.;
- che tale disposizione non si pone in contrasto con i principi comunitari (ed in particolare con quelli del passaporto Europeo e dell'Home country control fissati dalla Direttiva 2004/39/CE cd MIFID) perchè tali principi incontrano limiti in caso di attività svolte dall'impresa comunitaria mediante stabilimenti o succursali operanti nel paese ospitante, come avvenuto nel caso in esame;
- che l'attività posta in essere non consisteva nella negoziazione o gestione del portafoglio ma di "offerte fuori sede" ex art. 30 T.U.F. per le quali le imprese di investimento devono necessariamente avvalersi di promotori finanziari, ossia di persone fisiche munite di iscrizione in apposito albo unico;
- che irrilevante era il richiamo all'art. 23 MIFID perchè è lo stesso legislatore comunitario a escludere nell'art. 38 del "Considerando" l'applicazione della direttiva alle condizioni per l'esercizio di attività al di fuori dei locali dell'impresa di investimento;
- che era infondata l'eccezione sulla erronea qualificazione della attività quale promozione fuori sede dei servizi di investimento.

Quanto al trattamento sanzionatorio, la Corte d'Appello ha ritenuto le sanzioni correttamente determinate nel pieno rispetto dei criteri di cui alla L. n. 689 del 1981, art. 11, alla luce della cornice edittale prevista.

2 Contro tale decisione [Omissis] ha proposto ricorso per cassazione sulla base di

quattro censure. Resiste con controricorso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - CONSOB. Le parti hanno depositato memorie.

Diritto

CONSIDERATO IN DIRITTO

1-2 Col primo motivo si denuncia violazione e falsa applicazione dell'art. 32 paragrafo VIII della Direttiva 2004/39/CE; art. 267 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea; dell'art. 14 Cost., comma 2, art. 23 Cost., art. 41 Cost., comma 3, art. 97 Cost., e art. 117 Cost., comma 1. La critica investe il rigetto della censura con cui in sede di opposizione si lamentava la carenza di potere di controllo e ispettivo della Consob, richiamandosi le disposizioni della Direttiva 2004/39/CE sui Mercati degli Strumenti Finanziari (il cui acronimo inglese è MIFID), che attribuiscono alla sola Autorità del Paese di origine il potere di controllo e ispettivo sulle imprese di investimento costituite nel territorio di uno degli Stati membri e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione Europea.

Il ricorrente analizza l'art. 32 del Considerando MIFID nonché l'art. 32 paragrafo 7 della Direttiva ritenendo violato il principio dell'Home country control. Evidenzia la tassatività dei casi di vigilanza diretta nei confronti della succursali, nel caso in esame insussistenti, trattandosi di servizi di gestione portafogli e negoziazione svolti in regime di libera prestazione di servizi e non mediante la succursale di Milano. L'offerta fuori sede (ravvisata dalla Consob) è, secondo il ricorrente, una modalità tecnica di svolgimento del servizio di negoziazione e collocamento e dunque non rientra nella attività demandata alla Succursale. Rileva ancora che i provvedimenti assunti dalla Consob non riguardano gli obblighi in relazione ai quali la Direttiva MIFID attribuisce all'Autorità dello Stato ospitante un potere specifico (obblighi richiamati dagli artt. 19, 21, 22, 25, 27 e 28) e ribadisce che nel caso di specie si tratta di attività

svolta in regime di libero mercato.

Ribadisce altresì la prevalenza del diritto comunitario rispetto alle disposizioni del T.U.F. (in particolare art. 10) e sottolinea il rischio di un doppio potere sanzionatorio. Col secondo motivo il ricorrente deduce violazione e falsa applicazione dell'art. 61, e art. 62, paragrafo I, e art. 32 della Direttiva 2004/39/CE; dell'art. 14 Cost., comma 2, art. 23 Cost., art. 41 Cost., comma 3, art. 97 Cost., e art. 117 Cost., comma 1. Rileva ancora che l'offerta fuori sede è da inserire nel novero dei servizi di negoziazione e gestione portafogli e che quindi si tratta nel caso in esame di servizi svolti dalla società in regime di libero mercato; si sofferma quindi sul contenuto del "considerando n. 38" e osserva che nel caso in esame, in applicazione della regola Home country control, la Consob avrebbe potuto e dovuto limitarsi ad una segnalazione all'autorità titolare del potere di vigilanza sull'[OMISSIS], cioè alla CySEC. Ragionando diversamente, si assisterebbe ad una illegittima e illogica moltiplicazione di ispezioni, controlli e sanzioni che alla fine impedirebbero la creazione di un regime integrato di mercato unico.

Queste due censure, da trattare unitariamente per il comune riferimento al tema dei poteri ispettivi e sanzionatori della Consob nei confronti di imprese di investimento straniere, sono entrambe infondate.

La questione di diritto posta all'esame della Corte di Cassazione consiste nello stabilire se la Consob avesse o meno il potere di esercitare controlli sulla società di investimento [Omissis] e se avesse il potere di applicare sanzioni in caso di riscontrate irregolarità, previa verifica di compatibilità della legislazione italiana (T.U.F.) con la disciplina comunitaria.

Il Testo Unico della Finanza (D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) all'art. 10, comma 1, prevede che "la Banca d'Italia e la Consob possono, nell'ambito delle rispettive competenze e in armonia con le disposizioni comunitarie, effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti ritenuti necessari

presso i soggetti abilitati". Tra i soggetti abilitati rientrano anche "le imprese di investimento comunitarie con succursale in Italia" (v. art. 1, comma 1, lett. r).

L'art. 32, comma 7, della Direttiva 2004/39/CE stabilisce a sua volta che "spetta all'autorità competente dello Stato membro in cui la succursale è ubicata vigilare affinché i servizi prestati dalla succursale nel suo territorio ottemperino agli obblighi fissati dagli artt. 19, 21, 22, 25, 27 e 28 e dalle misure adottate in applicazione di tali disposizioni". Questa previsione risponde all'opportunità, espressamente richiamata nel punto 32 della premessa, di "affidare all'autorità competente dello Stato membro ospitante la responsabilità di controllare l'osservanza degli obblighi specificati nella presente direttiva per qualsiasi operazione effettuata tramite una succursale nel territorio in cui quest'ultima è situata; l'autorità dello Stato membro ospitante è infatti più vicina alla succursale ed è pertanto in una posizione migliore per individuare le infrazioni delle regole relative alle operazioni della succursale ed intervenire di conseguenza". Tale potere di controllo è attribuito - si legge sempre nel punto 32 della premessa "in deroga al principio in base al quale per le succursali l'autorizzazione, la vigilanza e il controllo dell'ottemperanza agli obblighi sono di competenza dell'autorità dello Stato membro di origine".

Coordinando tali disposizioni risulta che la Consob, in base alla Direttiva, era ed è senz'altro abilitata a svolgere controlli sulla succursale italiana della società [Omissis] per verificare il rispetto de "gli obblighi fissati dagli artt. 19, 21, 22, 25, 27 e 28, e dalle misure adottate in applicazione di tali disposizioni".

Ciò premesso, si pone l'ulteriore problema di stabilire se le condotte addebitate potessero essere oggetto di controlli e sanzioni da parte della Consob senza violare le prescrizioni della Direttiva (l'addebito riguarda l'utilizzo per lo svolgimento dell'attività di promozione fuori sede dei propri servizi di investimento, di soggetti non iscritti all'albo dei promotori).

La risposta da dare al quesito è anch'essa positiva e la si trae proprio dall'art. 38, della

premesse della citata MIFID in cui si puntualizza che “le condizioni per l’esercizio di attività al di fuori dei locali dell’impresa di investimento (vendita porta a porta) non dovrebbero essere disciplinate dalla presente direttiva”.

Nel caso in esame, la Corte d’Appello ha accertato che l’attività svolta dagli introducing brokers integrava attività di “promozione fuori sede dei servizi di investimento complessivamente offerti da [omissis]” ed ha dato conto di tutti gli elementi di fatto da cui ha tratto tale convincimento (possesso da parte degli introducing brokers di documentazione contrattuale da sottoporre ai clienti, contenuto delle dichiarazioni acquisite agli atti: v. pagg. 8 e ss del provvedimento impugnato per una puntuale ricostruzione del passaggio motivazionale).

Un tale accertamento adeguatamente motivato non è però sindacabile in questa sede (anche perchè il vizio motivazionale non sarebbe neppure più denunciabile ai sensi della nuova formulazione dell’art. 360 c.p.c., n. 5) e quindi la critica sulla ricostruzione del fatto operata dal giudice di merito non coglie nel segno.

Ulteriore conseguenza è l’assenza, nel caso in esame, di profili di incompatibilità tra la normativa nazionale (T.U.F.) e quella comunitaria che - lo si ripete - per il tipo di attività riscontrata dal giudice di merito non dovrebbe trovare ingresso, proprio ai sensi del Considerando n. 38 della Direttiva 2004/39/CE.

La decisione impugnata appare dunque giuridicamente corretta nella parte in cui ha confermato la legittimità dei poteri ispettivi e sanzionatori della Consob.

3 Col terzo motivo si denuncia violazione e falsa applicazione della L. n. 689 del 1981, artt. 9 e 11, artt. 190 e 195 TUF, nonché dell’art. 6 par. 1 della Convenzione CEDU e dell’art. 4 del Protocollo n. 7. Secondo la tesi del ricorrente la Corte d’Appello, nel sanzionare la violazione dell’art. 21, comma 1, lett. a T.U.F. (per presunta mancanza di diligenza, correttezza e trasparenza) e la violazione dell’art. 31, comma 1, T.U.F. e art. 789 del Regolamento Intermediari, avrebbe violato il principio generale di specialità sancito dalla L. n. 689 del 1981, art. 9, perchè tra le norme dell’art. 21 e

dell'art. 31 sussiste un rapporto di genere a specie: in tal modo, il medesimo comportamento (la presunta offerta fuori sede attraverso soggetti non abilitati) è stato punito due volte. Richiamano l'analogia con le sanzioni penali e i principi elaborati dalla giurisprudenza Europea.

Il motivo è inammissibile perché introduce una nuova questione di diritto implicante accertamenti in fatto (la tematica della violazione del principio di specialità in relazione a due condotte contestate), la cui trattazione però non risulta avvenuta nel giudizio di merito e d'altra parte il provvedimento impugnato non affronta la specifica questione, mentre il ricorso a pag. 10, nel sintetizzare la quarta censura sollevata nel giudizio di opposizione (relativa al trattamento sanzionatorio applicato), si rivela ugualmente silente sulla tempestiva proposizione dell'eccezione in quella sede: la giurisprudenza di questa Corte in casi del genere afferma che qualora una determinata questione giuridica che implichi un accertamento di fatto - non risulti trattata in alcun modo nella sentenza impugnata nè indicata nelle conclusioni ivi epigrafate, il ricorrente che riproponga la questione in sede di legittimità, al fine di evitare una statuizione di inammissibilità, per novità della censura, ha l'onere non solo di allegare l'avvenuta deduzione della questione innanzi al giudice di merito, ma anche di indicare in quale scritto difensivo o atto del giudizio precedente lo abbia fatto, onde dar modo alla Corte di cassazione di controllare "ex actis" la veridicità di tale asserzione, prima di esaminare nel merito la questione stessa (v. sez. 1, Sentenza n. 25546 del 30/11/2006 Rv. 593077; Sez. 3, Sentenza n. 15422 del 22/07/2005 Rv. 584872 Sez. 3, Sentenza n. 5070 del 03/03/2009 Rv. 606945 ed altre).

Sarebbe stato dunque specifico onere del ricorrente dimostrare di avere sollevato la questione tempestivamente nel giudizio di merito ma ciò, come si è visto, non risulta.

4 Col quarto ed ultimo motivo, il K. lamenta sotto altro profilo la violazione e falsa applicazione della L. n. 689 del 1981, artt. 9 e 11, artt. 190 e 195 TUF criticando l'affermazione della Corte d'Appello secondo cui la Consob avrebbe rispettato i criteri

di cui alla L. n. 689 del 1981, art. 11: a suo avviso nessuna indagine o valutazione è stata compiuta nei confronti dei soggetti sanzionati e della società solidalmente responsabile riconoscendosi in tal modo una sorta di responsabilità oggettiva, con trattamento in modo simile, salvo qualche marginale differenza, senza neppure una parola sul ruolo ricoperto e sulla effettiva responsabilità organizzativa di ciascuno.

Rileva inoltre che l'Atto di Accertamento (cioè il presupposto logico-giuridico della Delibera Sanzionatoria) reca data posteriore (6.2.2014) rispetto alla data della Delibera Sanzionatoria (5.2.2014), il che significa, a dire del ricorrente, che prima è stata assunta la decisione di emettere la sanzione e poi è stata data la giustificazione.

Ancora, il ricorrente rileva nella Delibera l'assenza di giustificazioni di merito per quanto riguarda la natura comportamentale dei singoli soggetti sanzionati, il valore della carica ricoperta e le loro gravi irregolarità; sottolinea ancora l'assenza di valutazioni sulle condizioni economiche e sul fatto che successivamente alla contestazione l'attività degli introducer brokers è stata interrotta.

Il motivo è inammissibile per due ragioni.

E' innanzitutto inammissibile nella parte in cui introduce la questione della discrepanza tra la data della delibera sanzionatoria e quella del relativo atto di accertamento: trattasi infatti di questione nuova e pertanto la Corte di Cassazione non è tenuta ad esaminarla. Per evidenti ragioni di sintesi si rinvia a quanto esposto nella trattazione del precedente motivo.

Per il resto è inammissibile perchè, pur denunciando formalmente la violazione di legge, in sostanza la critica investe la motivazione del provvedimento sulla congruità delle sanzioni applicate, rimproverandosi ai giudici l'appiattimento sulla Delibera Consob che, a sua volta, non aveva compiuto nessuna indagine nei confronti dei soggetti sanzionati e della società.

Il vizio di motivazione non è però più denunciabile in cassazione (v. art. 360 c.p.c., n. 5, nel testo attualmente in vigore ed applicabile alla fattispecie), rilevandosi - ma solo

per completezza - che, secondo la costante giurisprudenza di questa Corte, nel procedimento di opposizione avverso le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate per violazione del TUIF, il giudice ha il potere discrezionale di quantificarne l'entità, entro i limiti edittali previsti, allo scopo di commisurarla all'effettiva gravità del fatto concreto, globalmente desunta dai suoi elementi oggettivi e soggettivi, senza che sia tenuto a specificare i criteri seguiti, dovendosi escludere che la sua statuizione sia censurabile in sede di legittimità ove quei limiti siano stati rispettati e dalla motivazione emerga come, nella determinazione, si sia tenuto conto dei parametri previsti dalla L. n. 689 del 1981, art. 11, quali la gravità della violazione, la personalità dell'agente e le sue condizioni economiche (Sez. 2 -, Sentenza n. 9126 del 07/04/2017 Rv. 643548; Sez. 1, Sentenza n. 2406 del 08/02/2016 Rv. 638469).

Nella fattispecie che ci occupa, il giudice di merito ha rilevato che le sanzioni irrogate sono state correttamente determinate nel pieno rispetto dei criteri di cui alla L. n. 689 del 1981, art. 11, alla luce della cornice edittale prevista. Il motivo, insomma, finisce con il sollecitare una nuova ponderazione in fatto dei criteri di cui alla L. n. 689, art. 11, onde pervenire ad un importo della sanzione diverso da quello giudicato congruo, con adeguata motivazione, dalla Corte d'appello, così affidando alla Corte di cassazione un compito di merito che fuoriesce dall'ambito del giudizio di legittimità. In conclusione, il ricorso va respinto con addebito di ulteriori spese alla parte soccombente.

[Omissis]

P.Q.M.

la Corte rigetta il ricorso e condanna il ricorrente al pagamento delle spese del presente giudizio [Omissis].

Così deciso in Roma, il 25 ottobre 2017.

Depositato in Cancelleria il 4 gennaio 2018

MERCATO INTERNO E OFFERTA FUORI SEDE:

I POTERI DELL'AUTORITÀ DELLO STATO MEMBRO OSPITANTE *

*(Internal market and door-to-door selling:
the powers of the authority of the host Member State)*

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. L'attività degli introducing brokers. - 3. L'applicazione del principio di home country control in un contesto di parità concorrenziale. - 4. La prospettiva della MiFID II.

1. Nella sentenza che si annota la Cassazione, definendo la sfera di competenza della Consob, chiarisce in materia inequivoca il principio della *omogeneizzazione* operativa di tutti i soggetti che intervengono sui mercati finanziari; ciò al fine di evitare che l'appartenenza a Stati membri con sistemi disciplinari differenziati possa costituire presupposto per una *diversa* regolazione delle posizioni che fanno capo a detti intermediari.¹ Emerge un particolare interesse per la vicenda posta all'attenzione della Corte di Cassazione, la quale trae origine dalle asimmetrie ancora esistenti nel mercato interno all'Unione europea e da forme di supervisione - affidate ad una moltitudine di autorità nazionali e - segnate, per un verso, dal principio dell'*home country control* e, per altro, dalla finalità di assicurare un omogeneo livello di tutela ai cittadini europei, indipendente cioè dalla nazionalità del soggetto che presta loro determinati servizi finanziari.²

È in tale contesto logico, infatti, che un'impresa di investimento comunitaria ha chiesto all'autorità giudiziaria di escludere la competenza della Consob, intervenuta nell'esercizio dei propri poteri ispettivi irrogando una sanzione pecuniaria per violazione dell'art. 21, comma 1, lett. a, e dell'art. 31, comma 1, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, nonché dell'art. 78 del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007. A

*Contributo approvato dai revisori.

¹Cfr. per tutti CAPRIGLIONE, *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, p. 81 ss. e 84 ss.

²Cfr. DI STASI - PALLADINO, *La perdurante frammentarietà dello "statuto" europeo del soggiornante di lungo periodo tra integrazione dei mercati ed integrazione politico-sociale*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2012, p. 375 ss.; nonché DE CARO, *Integrazione europea e diritto costituzionale*, in AA.VV., *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, p. 65 ss.

fronte di tale richiesta v'è stato il netto rifiuto della Corte d'Appello di Milano, prima, e della Cassazione, poi; ciò, come si vedrà, sulla base di considerazioni che consentono d'interpretare in modalità innovative i poteri ispettivi e sanzionatori dell'Amministrazione di controllo in parola, nel riferimento al *need of protection* dei destinatari di un'offerta formulata al di fuori delle dipendenze di un intermediario vigilato, ancorché essa avvenga in regime di libera prestazione di servizi.³

Non va omissis di considerare, tuttavia, che la Corte di Cassazione è stata adita dal ricorrente anche per denunciare la violazione e falsa applicazione degli artt. 9 e 11 della legge 24 novembre 1981, n. 689 e degli artt. 190 e 194 del citato d. lgs. n. 58 del 1998, nel riferimento all'art. 6, paragrafo 1, della CEDU (e, in particolare, dell'art. 4, VII Protocollo addizionale alla CEDU del 22 novembre 1984), in linea con un recente orientamento difensivo che si trincerava nell'assunto del 'principio di specialità'. Trattasi, tuttavia, di un motivo di ricorso che la Cassazione riferisce ad una 'nuova questione di diritto implicante accertamenti in fatto' e, quindi, inammissibile.⁴

Analoga critica investe il quarto motivo, concernente la questione della 'discrepanza tra la data della delibera sanzionatoria e quella del relativo atto di accertamento', riveniente dal rilievo secondo cui quest'ultimo (*i.e.* l'atto) reca data posteriore rispetto alla prima (*i.e.* la delibera) e, dunque, dalla critica secondo cui prima è stata assunta la decisione di sanzionare e, poi, ne è stato individuato il relativo presupposto logico-giuridico.

Non è stata ritenuta ammissibile neanche la critica proposta in ordine alla con-

³Cfr., in argomento, RORDORF, *Pluralità delle giurisdizioni ed unitarietà del diritto vivente: una proposta*, in *Il Foro italiano*, 2017, c. 123 ss.

⁴Cfr. BARILLÀ, "Ne bis in idem", *provvedimenti Consob e violazione di diritti umani: la Corte d'Appello di Milano nel solco della giurisprudenza della Corte Europea dei diritti dell'uomo* (Nota a ord. App. Milano 21 gennaio 2014), in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, II, p. 55 ss.; FLICK - NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'"affaire Grande Stevens": dal "bis in idem" all'"e pluribus unum"?*, in *Rivista delle società*, 2015, p. 868 ss.; ZAGREBELSKY, *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il "ne bis in idem" nella Cedu. Nota a Corte eur. Dir. Uomo sez. II 4 marzo 2014 (Grande Stevens et al. c. Italia)*, in *Giurisprudenza italiana*, 2014, p. 119 ss.; DESANA, *Procedimento CONSOB e "ne bis in idem": respinta l'istanza di rinvio* (Nota a Corte eur. Dir. Uomo sez. II 4 marzo 2014 (Grande Stevens et al. c. Italia); Corte eur. Dir. Uomo Grande camera 7 luglio 2014 (Grande Stevens et al. c. Italia), in *Giurisprudenza italiana*, 2014, p. 1642 ss.

gruità delle sanzioni applicate mediante la quale il ricorrente contesta, ai giudici di merito, un «appiattimento» sulla decisione della Consob e, a quest'ultima, l'assenza di indagini nei confronti dei soggetti sanzionati e della società (con riferimento alla natura comportamentale dei singoli destinatari dei provvedimenti in parola, il valore della carica ricoperta e le loro gravi irregolarità). A fondamento di quest'ultima valutazione v'è il disposto normativo dell'art. 360, comma 1, n. 5, del codice di procedura civile, concernente l'accertamento e la valutazione dei fatti rilevanti ai fini della decisione della controversia.⁵

Ciò posto, si ritiene che sussistano i presupposti giuridici e fattuali per esprimere piena adesione alla sentenza in esame. Quest'ultima, infatti, muove dal riscontro dell'esigenza che l'intervento pubblico preveda (e sia attuato in modo tale da assicurare) condizioni paritarie ai soggetti che accedono ad un mercato concorrenziale.⁶ In tal senso - del resto - risultano orientati, da tempo, gli studi di *law and economics*, i quali giustificano appieno l'esercizio di poteri sanzionatori nei confronti di soggetti che oltrepassano i limiti fissati dal legislatore in vista dei fini tuzioristici previsti dal potere politico. In tale prospettiva, l'individuazione dell'autorità nazionale competente - nel mettere in luce quanto l'ordinamento del mercato interno sia ancora oggi condizionato dall'esperienza novecentesca degli Stati nazionali - è un esercizio che attiene all'efficiente funzionamento dell'apparato pubblico (e, quindi, alla riduzione dei costi transattivi), oltreché a considerazioni etiche sul rapporto che deve intercorrere tra il destinatario delle sanzioni ed il potere sovrano sotteso all'autorità che le irroga.

2. È chiara, nella sentenza che si annota, la tesi della corte favorevole ad un in-

⁵Cfr. Cass. sez. un. 25.11.2008, n. 28054; Cass. 11.8.2004, n. 15499, nonché Cass., Seconda Sezione Civile, Sentenza n. 21113 del 5.6/19.10.2015 reperibile sul sito www.consob.it.

Si veda altresì GAMBOLI, *Brevi note sull'interpretazione dell'art. 360 c.p.c. e sulla nozione di fatto decisivo* (Nota a Cass. sez. lav. 23 agosto 2016, n. 17251), in *Giurisprudenza italiana*, 2017, p. 648 ss.

⁶Sia consentito correlare tale considerazione a SHANKAR JHA, *Il caos prossimo venturo*, Milano, 2007, *passim* ove si evidenzia la tendenza a ritenere *limitante* qualsiasi istituzione, in un contesto in cui i poteri sovrani non hanno preso ancora contezza della nuova spazialità e delle relative esigenze normative.

tervento sanzionatorio volto a contrastare una forma operativa fondata sullo svolgimento di un'attività di promozione fuori sede di servizi di investimento attraverso «*introducing brokers*» (vale a dire soggetti non iscritti nell'albo dei promotori ovvero promotori per i quali l'impresa non era il mandante, v. testualmente nella sentenza).⁷ A ben considerare, non si ravvisano ragioni (logiche od economiche) per cui l'ordinamento europeo dovrebbe impedire alla Consob di procedere, in un primo tempo, al *legittimo* esercizio dei propri poteri ispettivi presso le imprese comunitarie con succursale in Italia e, successivamente, di assumere una delibera sanzionatoria avente ad oggetto le irregolarità riscontrate nella “*offerta fuori sede*” (delle attività e dei servizi di negoziazione e di gestione di portafoglio, svolte in regime di libera prestazioni di servizi e, in quanto tali, sottoposte - secondo la tesi del ricorrente - alla vigilanza dell'autorità dello Stato membro di origine in applicazione del principio dell'*home country control*).⁸

Non v'è dubbio, infatti, che offerte siffatte devono necessariamente esser presentate da promotori finanziari, alla luce delle evidenti *barriere* poste dal regolatore alla possibilità di *sollecitare* l'interesse di un privato ad accedere al mercato dei capitali per offrire le proprie disponibilità in *surplus*.⁹ È in tale prospettiva che vengono affrontate - dalla Cassazione - le censure sollevate dal ricorrente in ordine all'esercizio

⁷Cfr. HASLEM, *Selected Topics in Mutual Fund Distribution*, in *Robert H. Smith School Research Paper No. RHS 2470116*, 2016, p. 5 ss.

⁸Utile il rinvio alle considerazioni di ordine generale formulate da ENRIQUES, *Servizi d'investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, I, p. 26 ss. Analogamente a dirsi per la posizione espressa dalla Consob, secondo cui « un'impresa di investimento comunitaria (già abilitata ad operare in Italia in libera prestazione di servizi) e che svolge attività di offerta fuori sede nei confronti di clientela al dettaglio avvalendosi, necessariamente, di promotori finanziari è sottoposta nello svolgimento della relativa attività alla vigilanza della Consob per quanto riguarda il rispetto in Italia delle regole di condotta»; cfr. Comunicazione Consob n. DIN/URI 10069692 del 6 Agosto 2010.

⁹Cfr., *ex multis*, TUCCI A., *L'offerta fuori sede nella stagione del nichilismo giuridico* (Nota a Cass. sez. III 3 aprile 2014, n. 7776; Cass. sez. un. 3 giugno 2013, n. 13905), in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014II, p. 524 ss.

Si vedano, altresì, DELLA VECCHIA, *Disciplina dell'offerta (fuori sede) di strumenti finanziari, formalismo negoziale e principio dell'apparenza del diritto* (Nota a Cass. sez. I civ. 24 febbraio 2016, n. 3625) in *Le Società*, 2016, p. 1236 ss.; NATOLI, *Contratti “di collocamento” e “jus poenitendi” dell'investitore* (Nota a Cass. sez. un. civ. 3 giugno 2013, n. 13905), in *I Contratti*, 2014, p. 42 ss.

dei poteri ispettivi e sanzionatori della Consob nei confronti di un'impresa di investimento straniera; censure che - è bene ricordarlo - sono state ritenute infondate.

Va da sé che la Cassazione, nel far proprio l'accertamento condotto dalla Corte d'Appello di Milano in ordine al riscontro di un' «attività di promozione fuori sede dei servizi di investimento complessivamente offerti», ha potuto aver contezza - come si precisa nella Sentenza - di «tutti gli elementi di fatto da cui ha tratto tale convincimento (possesso da parte degli *introducing brokers* di documentazione contrattuale da sottoporre ai clienti, contenuto delle dichiarazioni acquisite agli atti...)».

Si addivene, in tal modo, alla chiarificazione di una nozione (quella di offerta fuori sede)¹⁰ cui si correla, per un verso, la possibilità di svolgere una determinata attività nei confronti degli investitori, per altro la necessità di soggiacere ad un determinato regime giuridico ogni qual volta si voglia entrare in contatto con potenziali clienti. A nulla rileva, per il giudice di merito, la formale delimitazione dei compiti degli *introducers* ad una mera presentazione dei servizi delle attività di investimento se, ad essa, si accompagna la concreta possibilità di azioni *ulteriori* (le quali, nella fattispecie, si compendiano in «una vera e propria attività promozionale a favore e nell'interesse dell'intermediario»¹¹).

È utile segnalare l'irrelevanza delle difese volte a qualificare tali azioni alla stregua di «singoli comportamenti operativi», in quanto l'assenza di specifiche misure organizzative e di controllo (da parte dell'impresa) ha consentito che questi ultimi fossero incentivati da un sistema di remunerazione degli *introducers* legato ai risultati ottenuti (in quanto - secondo la Corte d'Appello - tale sistema era «potenzialmente adatto ad indurre i soggetti a non limitare la propria attività a una mera presentazione dell'intermediario, ma ad estenderla ad un'effettiva promozione dei servizi da

¹⁰Rileva, in proposito, la critica di «vuoti di memoria e distrazioni del legislatore» formulata da ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Rivista delle società*, 2006, p. 1 ss.

¹¹Cfr. Decreto della Corte d'Appello di Milano, Sezione I Civile, 17.09/29.10.2014, R.G. 376/2014, p. 5

questo forniti»¹²). Ad orientare in tal senso il giudice è stato anche il riscontro di uno specifico dovere di informativa posto in capo agli *introducers* (concernente i dati riguardanti «le aspettative di raccolta, i saldi sul portafoglio della clientela di riferimento, l'andamento su base mensile, una statistica sugli appuntamenti fatti, sui nominativi raccolti, sui contratti chiusi e su quelli rescissi, nonché sugli svincoli effettuati dalla clientela»), il cui contenuto è apparso «idoneo a dimostrare che l'attività posta in essere in concreto dagli *introducing brokers* era sostanzialmente quella propria degli intermediari finanziari».

3. Non v'è dubbio che l'ordinato funzionamento di un mercato concorrenziale richieda condizioni di parità regolamentare e, quindi, la possibilità che un'autorità si opponga all'esercizio di attività riservate da parte di soggetti che non abbiano adempiuto alle prescrizioni della normativa speciale.¹³ Da qui, la necessità di evidenziare l'opzione disciplinare che circoscrive entro ben delimitati ambiti le azioni di *marketing* che possono esser svolte in occasione della circolazione dei capitali; e ciò, indipendentemente dalla circostanza che il servizio cui accedono sia prestato attraverso la succursale italiana ovvero direttamente dallo Stato membro di riferimento (in regime di libera prestazione di servizi).

In altri termini, con riguardo alla formulazione dell'offerta (che dovrebbe completarsi con la domanda di un cittadino residente nello Stato cui un'impresa accede in regime di libera prestazione di servizi o di stabilimento), la sentenza che si annota ascrive specifica centralità al ruolo della Autorità di vigilanza dell'*host country*, la quale risulta pienamente partecipe delle verifiche dianzi indicate.¹⁴

¹²Cfr. Decreto ult. cit., p. 6

¹³Cfr., sul punto, BESSONE, *Economia finanziaria, mercati mobiliari. I principi costitutivi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Economia e diritto del terziario*, 2002, p. 391 ss.

¹⁴Cfr. CAPRIGLIONE, *La nuova finanza: operatività, supervisione, tutela giurisdizionale. Il caso "Italia". Considerazioni introduttive (La finanza post-crisi: forme operative e meccanismo di controllo)*, in *Contratto e impresa*, 2017, p. 75 ss.

Significativo rilievo assume, sul punto, la risoluzione della questione di diritto posta con riguardo all'attribuzione (alla Consob) del potere di esercitare controlli sull'impresa comunitaria e, quindi, del dovere (della medesima) di applicare sanzioni in caso di riscontrate irregolarità. Ne consegue la complessità del quadro normativo che, già all'epoca dei fatti in esame, si articolava tra il piano europeo e quello italiano (e, per quanto maggiormente rileva ai fini della presente nota, era destinato a promuovere la convergenza dei sistemi sanzionatori di cui necessita un mercato unico).¹⁵

Utile, ai fini dell'inquadramento della vicenda, è poi l'impostazione prescelta dal «Commission White Paper on Financial Services Policy 2005-2010»¹⁶ e confermata, sin dall'avvio della recente crisi, dalla ricerca di un meccanismo di vigilanza in grado di supportare il corretto funzionamento del mercato finanziario interno all'Unione europea. Ed invero, si versa in presenza di un ambito disciplinare caratterizzato, sin dall'adozione della direttiva 93/22/CEE, dall'armonizzazione dei requisiti di autorizzazione iniziale e di esercizio per le imprese di investimento, comprese le norme di comportamento.¹⁷

In tale contesto si comprende la ragione per cui la Corte ha proceduto nel solco tracciato dal regolatore europeo, il quale - nel ricercare l'armonizzazione - si è proposto l'obiettivo di soddisfare l'esigenza di assicurare la corretta circolazione dei capitali avendo riguardo sia all'incidenza dei costi dell'intervento pubblico, sia alle resistenze degli apparati nazionali avverso il trasferimento dei poteri sanzionatori ad un'unica autorità (competente a livello regionale europeo). Da qui, la riferibilità a re-

¹⁵Sia consentito richiamare il lavoro di CLARICH, *Le sanzioni amministrative bancarie nel meccanismo di vigilanza unico*, in *Banca Impresa e società*, n. 2, 2014, ove si affronta tale questione avendo riguardo alla possibilità - riscontrabile nel comparto bancario - di una "cogestione dei poteri di regolazione e amministrazione in senso stretto tra la Banca centrale europea e le autorità nazionali competenti".

¹⁶In tale documento, infatti, l'assunto secondo cui «extremely important for the supervisory authorities to cooperate and exchange information» trovava compendio in azioni specifiche aventi l'obiettivo di «clarifying and optimising the responsibilities incumbent upon, respectively, the Member State of origin and the host Member State» e, al contempo, di «improving the efficiency of supervision, without increasing obligations and, consequently, reporting and information cost».

¹⁷Cfr. ROSA, *Servizi di investimento, territorialità ed attività normativa*, in *Rivista di diritto privato*, 2004, p. 389 ss.

gole specifiche, predisposte in vista del coordinamento degli interventi di controllo nei confronti di soggetti che dispiegano i propri affari oltre i confini di un singolo Stato membro.

4. Sotto altro profilo, assumono specifico rilievo le scelte disciplinari contenute nella direttiva 2004/39/CE,¹⁸ le quali hanno orientato la Cassazione verso una soluzione che fosse in grado di consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutto il mercato interno sulla base della vigilanza dello Stato membro di origine, senza che comprometta i meccanismi di protezione predisposti per offrire agli investitori un livello elevato di sicurezza.

Si versa in presenza di un complesso disciplinare che, per quanto maggiormente rileva ai fini della vicenda in esame, deve tener conto sia della «sempre maggiore dipendenza degli investitori dalle raccomandazioni personalizzate» (riscontrata dal legislatore europeo, v. Considerando n. 3, Dir. 2004/39/CE), sia della scelta di non estendere l'intervento di armonizzazione sino alle «condizioni per l'esercizio di attività al di fuori dei locali dell'impresa di investimento» (v. Considerando n. 38, Dir. 2004/39/CE).¹⁹ Da qui, il potere - posto in capo alle autorità nazionali competenti - di escludere dal mercato soggetti che hanno scelto il sistema giuridico di uno Stato membro al fine di sottrarsi ai criteri più rigorosi (in vigore in un altro Stato membro nel cui territorio intendono svolgere o svolgano effettivamente la maggior parte della propria attività, v. Considerando n. 39, Dir. 2004/39/CE).²⁰

Ciò posto, le finalità di tutela del risparmio cui si informa il nostro ordinamento

¹⁸Sia consentito il mero rinvio a CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008, *passim*

¹⁹Cfr. Comunicazione Consob n. DIN/URI 10069692, cit., ove si afferma che «è noto che la disciplina dell'offerta fuori sede (c.d. "porta a porta") non è oggetto di regolamentazione a livello europeo ed è quindi rimessa alla legislazione di ogni singolo Stato membro (cfr. art. 30 e 31 del d.lgs n. 58/98 - c.d. "TUF" - e art. 78 del regolamento Consob n. 16190/2007)»; si veda, altresì, DE MARI, *Consulenza in tema di private equity versus consulenza in materia di investimenti (ragioni di una distinzione)*, in *Le Società*, 2009, p. 401 ss.

²⁰Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, I, p. 3 ss.

nazionale hanno consentito alla Consob di esplicitare la propria posizione in ordine alla previsione di un «obbligo, in capo a tutti gli intermediari abilitati alla prestazione di servizi d'investimento sul territorio nazionale (ivi incluse le imprese di investimento comunitarie) che decidano di operare "porta a porta" nei confronti di clientela al dettaglio, di avvalersi di promotori finanziari, ossia di persone fisiche, che, in qualità di tied agent ai sensi della MiFID, siano iscritte in un apposito albo».²¹

Ovviamente, un regime siffatto è compatibile sia con il divieto, per gli Stati membri, di imporre requisiti aggiuntivi all'organizzazione ed all'attività della succursale per le materie trattate dalla presente direttiva, sia alla scelta di assimilare un agente collegato, stabilito in uno Stato membro diverso dallo Stato membro d'origine, alla succursale (e, quindi, di assoggettare quest'ultimo alle disposizioni della presente direttiva in materia di succursali, v. art. 32, commi 1 e 2, Dir. 2004/39/CE). Sicché l'autorità competente dello Stato membro in cui la succursale è ubicata è chiamata a vigilare affinché i servizi prestati dalla succursale nel suo territorio ottemperino ad obblighi specifici espressamente indicati dalla normativa europea (v. art. 32, comma 7, Dir. 2004/39/CE).

Alla luce di quanto precede può dirsi che la sentenza che si annota evidenzia nuove prospettive per l'azione di vigilanza nei confronti delle attività transfrontaliere interne al mercato unico, in quanto la Direttiva 2014/65/UE - nonostante il riscontro di nuove condizioni operative²² - conferma sia della scelta di confinare la regolazione dell'offerta fuori sede in un ambito nazionale (cfr. Considerando n. 101, Dir. 2014/65/UE), sia di consentire all'autorità dell'*host country* di esercitare le opportune forme di controllo (cfr. art. 35, comma 8, Dir. 2014/65/UE).²³

Si amplificano, dunque, i dubbi in ordine alla portata di questi ultimi. Ed invero,

²¹Cfr. Comunicazione Consob n. DIN/URI 10069692, cit.

²²Cfr. CAPRIGLIONE, *Prime riflessioni sulla MiFID II (tra aspettative degli investitori e realtà normativa)*, in AA.VV., *La MiFID II*, Padova, 2016, p. 171 ss.

²³Cfr. MONTEDORO, *Poteri di intervento delle autorità europee e giustiziabilità*, in AA.VV., *La MiFID II*, cit., p. 387 ss.

in assenza di chiare indicazioni del legislatore europeo - che specifichino la finalità di «accertare che esse rispettino le condizioni di esercizio previste nella presente direttiva» (esplicitamente indicata dall'art. 17 della direttiva 2004/39/CE) - l'autorità del paese ospitante dovrà assolvere all'ulteriore compito di vigilare sull'offerta fuori sede avendo riguardo alle peculiarità rivenienti dalla nazionalità dell'intermediario.²⁴

Valerio Lemma

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università Guglielmo Marconi di Roma*

²⁴Ciò, in un contesto in cui è esplicito l'affidamento alla Consob della competenza in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti (art. 5, comma 3, d. lgs. 58 del 1998, come modificato dal d. lgs. 17 settembre 2007, n. 164, di attuazione della direttiva 2004/39/CE, e confermato dal d. lgs. 3 agosto 2017, n. 129, di attuazione della direttiva 2014/65/UE e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014).