

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

2 / 2022

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

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, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Cocozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, 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, G. Di Gaspare, F. Gaspari, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, 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:

A. Cilento, L. Di Brina, L. Di Donna, P. Gaggero, M. Guarini, A. Miglionico, F. Moliterni,
M. Pellegrini, A. Sacco Ginevri, M. Sepe

PARTE PRIMA

ARTICOLI

RAINER MASERA – *L'Europa, l'Unione europea e l'eurozona: crisi e proposte di soluzione* (Europe, the European Union and the eurozone: crises and solution proposals).....151

FEDERICO RIGANTI – *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG* (The Unbearable Lightness of Being (Sustainable) Risk Management and ESG in Banking Sector).....185

VARIETÀ

GIULIA RUGOLO – *Il voto vincolante degli azionisti sulla politica di remunerazione degli amministratori nelle società quotate* (Shareholders' binding vote on directors' remuneration policy in listed companies).....202

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO – *Prime riflessioni sulla sentenza del Tribunale UE sul caso Carige: tra formalismo giuridico e realtà fattuale* (First considerations on Carige Case of EU Court decision: between legal formalism and factual reality), nota a sentenza del Tribunale UE del 12 ottobre 2022.....57

ILLA SABBATELLI – *Ancora su diritto antitrust e fidejussioni bancarie* (Once again on antitrust law and bank guarantees), nota a sentenza del Tribunale di Forlì del 16 maggio 2022, n. 486.....81

PARTE PRIMA

ARTICOLI

L'EUROPA, L'UNIONE EUROPEA E L'EUROZONA: CRISI E PROPOSTE DI SOLUZIONE * **

(Europe, the European Union and the eurozone: crises and solution proposals)

ABSTRACT: *The paper offers a view on problems and perspectives of the European latest crises: notably, the Covid epidemic, the war in Ukraine, stagflation, the energy shortage. Major challenges are brought to the fore, including the common investments required to establish a geopolitical role in the InfoSphere. A medium-term holistic analysis is offered, and solutions are proposed. The Currency without a state and the Stability and Growth Pact are critically reexamined. The NGEU is a major step forward, but it is a temporary mechanism: ways and means are explored to consolidate it. A true European debt – which would have as exclusive counterpart “reproductive” infrastructures - is a key element of the solution proposed, which would comprise the creation of an open Concentric Europe. The core would be a political, fiscal and monetary Union.*

SOMMARIO: 1. Premessa: affrontare le nuove crisi senza dimenticare le lezioni del passato. – 2. L'Unione Politica: un dibattito ancora senza esiti che ha accompagnato la creazione e l'affermazione dell'Unione Europea. – 3. Il nuovo scenario – (geo)politico, fiscale e monetario – sempre più complesso. – 4. L'InfoSfera: un Global Game-Changer. – 5. L'invasione russa dell'Ucraina: una chiave di lettura in termini di IS. – 6. Debito, bilancio in pareggio e equilibrio economico. – 7. Per un “buon” debito pubblico europeo. – 8. Politica monetaria e fiscale: ancora strutturali e flessibilità operativa. – 9. Sommario e conclusioni.

*Contributo approvato dai revisori.

**Precedenti versioni di questo lavoro sono state presentate al Convegno “Fra pandemia e guerra: prospettive di un’economia europea sostenibile”, 4 aprile 2022, Fondazione Ducci e Banca d’Italia, Centro Carlo Azeglio Ciampi, Roma e a un Webinar della Finance Law Academy, 29 aprile 2022.

Ringrazio i partecipanti per i commenti e le osservazioni ricevute. Sono grato in particolare per gli stimoli critici a Francesco Capriglione, Lucio Caracciolo, Federico Carli, Paolo Ducci, Luciano Favretti, Alan Friedman, Alessandro Gennaro, Giancarlo Mazzoni, Luigi Paganetto, Alessandra Perrazzelli, Diego Rossano, Paolo Savona, Dario Velo e a due anonimi referees. Le tesi presentate, e eventuali errori rimasti, sono di mia esclusiva responsabilità

1. L'Europa è di fronte a uno spartiacque. Accanto alle crisi - climatica, da pandemia, da cryptoasset (InfoSfera – IS) - e alla Brexit, si sono manifestate forti tensioni inflazionistiche con la prospettiva di stagflazione, in particolare in Germania. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (collegata al controllo dell'IS) ha determinato un vulnus difficile da sanare nell'Europa geografica e economica, ha acuito e approfondito i punti critici.

La mancata soluzione dei problemi dell'architettura della “moneta senza stato” – e segnatamente l'assenza di una vera Banking Union – ha ricreato pericolose manifestazioni di frammentazione finanziaria. Il 21 luglio 2022 il Consiglio Direttivo della ECB ha dato una duplice risposta, con valenza strutturale, alle due questioni evocate. Sono stati aumentati i tassi di policy di 50 punti base, terminando di fatto il periodo dei tassi negativi. Altrettanto importante è stata l'introduzione del Transmission Protection Instrument (TPI) per contrastare i rischi per la trasmissione degli impulsi monetari e per la frammentazione (par. 8).

Non si può ricercare un *new normal*. Come aveva affermato Jean Monnet¹, con grande antiveggenza, l'Europa si sarebbe forgiata dalle crisi e sarebbe risultata dalle soluzioni apportate.

Occorre oggi ripensare schemi e modelli, per approfondirli, plasmarli, e assicurarne la resilienza. Si intrecciano temi che conviene tenere inizialmente separati nella esposizione, ma che in realtà sono indissolubilmente connessi e legati da meccanismi di retroazione.

In primo luogo, si tratta di riprendere problemi e discussioni che avevano improntato il dibattito politico, economico e sociale dell'Europa dei Padri. Si ripresenta cioè, con rinnovata e ineludibile coerenza, la questione del processo di unione politica che deve consolidare l'unione monetaria. Occorre inoltre affrontare, con opportuna gradualità, la rivisitazione delle regole fiscali - temporaneamente e opportunamente sospese a seguito della pandemia - anche per consentire di affrontare il tema della difesa comune e la trasformazione dell'Unione europea in realtà

¹ Cfr. MONNET, Mémoires, Paris, 1976.

non solo economica, ma anche geopolitica.

Si presenta un secondo filone di revisione: quello degli schemi e dei modelli economici, di probabilità e di statistica nel tempo adottati (non solo) in Europa (par. 6).

A partire dal “*whatever it takes*” di Draghi² del 2012, dal Next Generation EU/NRRP³ del 2020 e dal complesso delle risposte alla pandemia l’Europa ha sostanzialmente operato scelte politiche e economiche di grande saggezza, superando nei fatti sia le regole di coordinamento fiscale definite nel 1997 dallo Stability and Growth Pact (SGP)⁴, sia i modelli di riferimento di analisi economica che avevano improntato il periodo di funzionamento dell’euro: la logica dell’austerità – anche quando destabilizzante – perché basata su una errata applicazione delle teorie relative ai vincoli intertemporali “efficienti” del bilancio⁵.

Gli schemi di equilibrio economico generale⁶ con mercati e operatori in grado di correggere eventuali distorsioni nei nessi fra domanda e offerta, nonché le implicazioni di una politica di debito pubblico, visto comunque come onere per le generazioni future - e con bilanci pubblici che, quindi, avrebbero dovuto essere tendenzialmente in pareggio - richiedono attenta e profonda revisione.

Questi schemi sono a loro volta caratterizzati da probabilità misurabili e sono intrecciati con quelli, solo apparentemente più tecnici, degli Standard di Basilea⁷ e dei modelli stocastici di riferimento ergodici e stazionari⁸.

² Cfr. DRAGHI, Global Investment Conference, London, 2012.

³ Cfr. <https://ec.europa.eu> e PAGANETTO (a cura di), Il piano italiano di ripresa e resilienza. Una sfida da vincere, Roma, 2022.

⁴ Cfr. EUR-LEX EUROPA, Council Regulation EC 1467/97, Bruxelles, 1997.

⁵ Cfr. DOMAR, On deficits and debt, American Journal of Economics and Sociology, 1993 e MASERA, For a resilient, sustainable and inclusive recovery in Europe, LEYR, 2020.

⁶ Cfr. ARROW and DEBREU, Existence of an equilibrium for a competitive economy, Econometrica, 1954, and ARROW, General economic equilibrium, Nobel Prize Lecture, Stockholm, 1972.

⁷ Cfr. MASERA, Leverage and Risk-Weighted Capital in Banking Regulation, the JUP Journal of Bank Management, 2020.

⁸ Cfr. HICKS, Causality in Economics, Oxford, 1979, e KAY and KING, Radical Uncertainty: Decision-making for an Unknowable Future, London, 2020.

Come avevano correttamente spiegato un secolo fa Keynes⁹ e Knight¹⁰, la teoria delle probabilità non è spesso il linguaggio appropriato per caratterizzare, analizzare e gestire l'incertezza in economia. A partire dalla Grande Crisi Finanziaria, gli accadimenti politici ed economici di questo millennio sopra ricordati sono evidente manifestazione di Global Uncertainty.

I due fili conduttori si prestano a - e richiedono - una rilettura di lungo periodo, con riferimento anche alla questione della ripetibilità della storia. Il *Leitmotiv* che li intreccia e unisce è costituito dalla stretta connessione delle scelte politiche, sociali, istituzionali, giuridiche ed economiche.

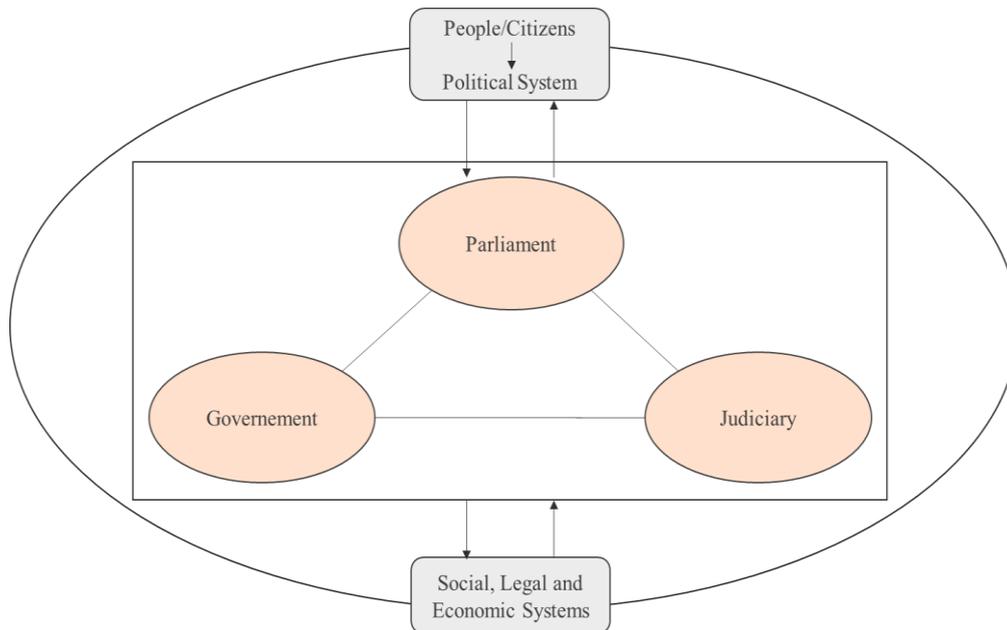
È cruciale al riguardo l'attenzione al buon funzionamento della cosiddetta "Trias Politica" teorizzata da Montesquieu¹¹, che ha per primo tracciato le linee guida, tuttora valide, dell'interazione tra il popolo sovrano, la società civile e la stessa Triade (Fig. 1), per affermare e assicurare un sistema di democrazia rappresentativa.

⁹ Cfr. KEYNES, *A Treatise on Probability*, London, 1921.

¹⁰ Cfr. KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston, 1921.

¹¹ Cfr. MONTESQUIEU, *De l'esprit des lois*, Genève, 1748. Cfr. anche MASERA, *Dalle buone infrastrutture il rilancio della crescita*, Astrid e Guerini e Associati, 2017.

Fig. 1 - The «Trias politica»: the key infrastructure of a democratic political, social and economic system



Source: elaboration from Montesquieu (1748) and Masera (2017)

Il passaggio dai sistemi autocratici – segnatamente quelli di Luigi XIV in Francia (*l'Etat c'est moi*) e di Pietro il Grande in Russia – a forme di democrazia è avvenuto con modi diversi, comunque inizialmente conflittuali.

Con un approccio innovativo e antiveggente Montesquieu aveva spiegato che, se nella monarchia la sovranità appartiene al re, nelle democrazie la sovranità risiede nel popolo, sia pure con forme e modalità diverse. Si tratta di un concetto cardine, tuttora valido: lo ritroviamo nell'Art. 1 della Costituzione Italiana.

In Inghilterra, le due Rivoluzioni (1628-1660 e 1688-1689) aprirono la strada a un sistema di monarchia costituzionale, ponendo limiti ai poteri del sovrano e trasferendoli parzialmente al Parlamento.

In Francia, il passaggio anticipato e teorizzato da Montesquieu avvenne con la Rivoluzione Francese (1789-1799); aldilà dell'Atlantico, con la Rivoluzione Americana (1775-1783).

L'analisi dei nessi profondi e complessi tra *res politica, societas, ius, oeconomica* richiede una visione olistica delle interazioni con schemi di riferimento di rete. Occorre una collaborazione aperta e profonda di carattere interdisciplinare.

Senza naturalmente entrare nell'analisi delle tre prevalenti concezioni dell'ordinamento giuridico – normativa, istituzionale e dei rapporti – siano consentite due osservazioni/stimoli per il dibattito sui nuovi modelli di ordinamento dell'Europa e sui nessi con quello evocato dell'Europa dei Padri. I collegamenti sono ancora attuali e cogenti, come mostrato dall'invasione dell'Ucraina (cfr. par. 4 e 5).

In primo luogo, il concetto di base al quale società e diritto sono indissolubilmente connessi (*ubi societas ibi ius*) può essere trasposto e ampliato all'economia (*ubi oeconomica ibi ius*). Pensare in economia a mercati e imprese autoregolantisi, senza essere ancorati a un buon sistema giuridico e a regole appropriate indipendenti dai mercati stessi, ovvero senza un fondamento esterno statale e sociale, è un ossimoro.

Queste considerazioni sono coerenti con - e trovano sostegno in - un fondamentale contributo alla teoria economica del secolo scorso talora trascurato. Il Premio Nobel per l'Economia Ronald Coase¹² aveva mostrato che la struttura istituzionale e giuridica governa il sistema economico – segnatamente mercati, imprese e settori di imprese.

Settanta anni fa, nel dibattito dell'Europa dei Padri, si era già posta la questione della Comunità Europea della Difesa (EDC). Nel Trattato di Parigi del 1951 si è dato vita alla Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (ECSC), ispirata da Schuman. Nel Trattato di Parigi del 1952 era prevista la creazione della EDC, secondo un modello fatto proprio dall'allora Primo Ministro francese René Pleven, ma di fatto principalmente elaborato da Jean Monnet (che aveva peraltro collaborato anche alla ECSC).

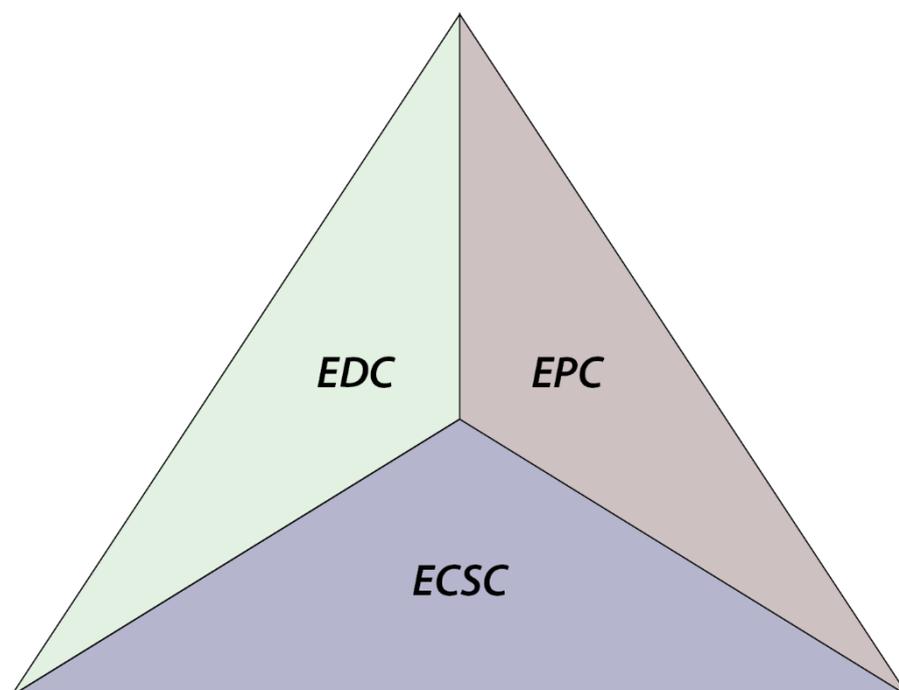
La EDC avrebbe dovuto essere integrata e completata con la creazione di una "European Political Community" (EPC), che sarebbe divenuta il perno sia della ECSC,

¹² Cfr. COASE, *The Nature of the Firm*, *Economica* n.4, 1937.

sia della EDC, come illustrato nella Fig. 2.

Il Trattato del 1952 non entrò tuttavia in vigore per la mancata ratifica in Francia nell'estate del 1954¹³. Con la morte di Stalin e la fine della guerra in Corea si erano sopiti i timori circa le politiche aggressive della USRR¹⁴.

Fig.2 - The triad of European Communities envisaged by the two Treaties of Paris (1951 and 1952)



ECSC - European Coal and Steel Community. Established by the Treaty of Paris in 1951, expired in 2002.

EDC - European Defence Community. Not ratified in France in 1954.

EPC - European Political Community. Not finalised, as a consequence of the non-ratification of the EDC.

Source: CVCE website, Author

¹³ La vasta documentazione sui due Trattati di Parigi è disponibile per consultazione nel CVCE Website.

¹⁴ Nel febbraio del 1950 la USRR e la People's Republic of China avevano firmato a Mosca (Josef Stalin e Mao Zedong) un Trattato di comune difesa e assistenza (US History.com Editors).

Al dibattito di 70 anni fa diedero fondamentale contributo e supporto politico in particolare Alcide De Gasperi e Konrad Adenauer. Il 10 dicembre del 1951 De Gasperi, Presidente del Consiglio Italiano espose la rilevanza sia del progetto EDC, sia di quello EPC in un famoso discorso all'Assemblea del Consiglio d'Europa a Strasburgo¹⁵. La profonda adesione di Adenauer alla Triade di Comunità è evidente sia nei suoi scritti, sia negli atti politici dell'epoca ed è, ad esempio, sottolineata da K. Sheetz nell'Enciclopedia Britannica¹⁶.

Le circostanze e le scelte politiche sopra ricordate, che hanno impedito la realizzazione della Comunità della Difesa e l'Unione Politica, possono oggi essere superate, così come sono stati superati - almeno in parte – gli errori dei modelli di riferimento economici di equilibrio generale, di bilancio in pareggio e di adozione di schemi probabilistici misurabili e quantitativi per analizzare e gestire fenomeni intrinsecamente incerti.

Gli schemi di gestione dell'incertezza consentono in primo luogo di superare il relativismo, ma soprattutto di dare risposte adeguate di policy rispetto a shock profondi e a strutture economiche, sociali e politiche in mutamento.

2. Alla fine della Seconda Guerra Mondiale, una generazione di grandi politici, con ampio ma articolato e complesso sostegno popolare, tracciò le linee guida del processo di integrazione dell'Europa (e non solo dell'Europa Occidentale). La pietra angolare era la durevole coesione di Francia e Germania, sostenuta da una lungimirante Amministrazione americana che concepì e realizzò il Piano Marshall¹⁷, abbandonando i modelli divisivi del Tesoro elaborati da Morgenthau e White¹⁸.

L'iniziale disegno ambizioso di creare accanto all'ECSC la EDC, "coronate" dal-

¹⁵ Cfr. DE GASPERI, Discorso, CVCE.EU, Retrieved, May 6 2022.

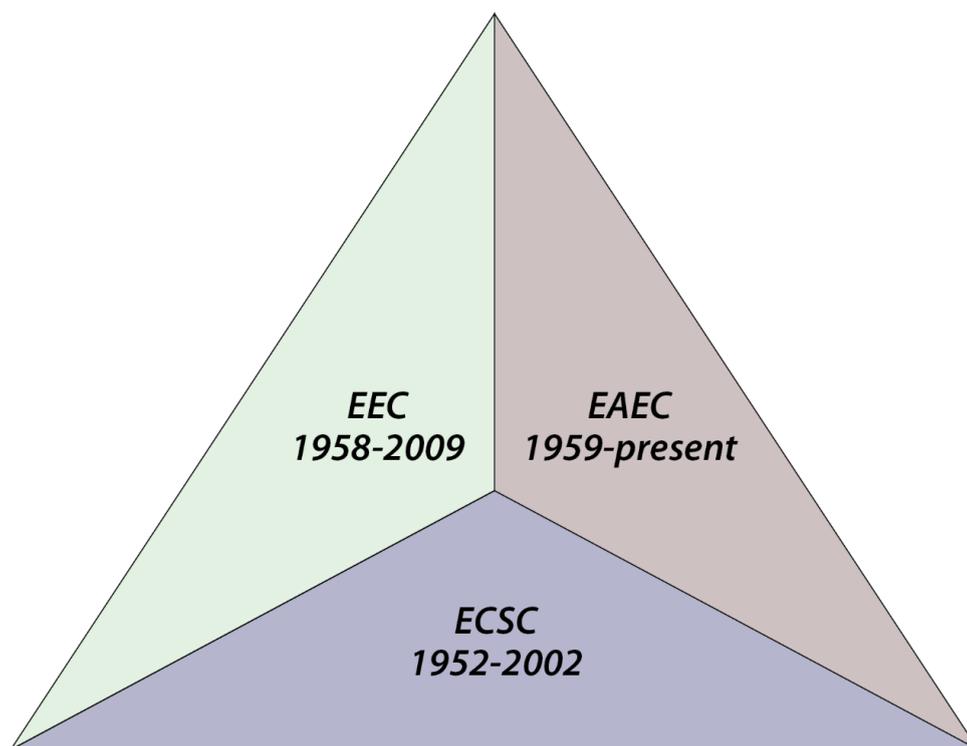
¹⁶ Cfr. SHEETS, European Defense Community, Encyclopaedia Britannica, Retrieved, May 6, 2022. Sul ruolo e i contributi dei due "Cancellieri" De Gasperi e Adenauer cfr. anche POLI, De Gasperi e Adenauer Cancellieri Europeisti, Rivista AIC, n.3, Roma, 2015.

¹⁷ Jean Monnet fu uno dei consiglieri più ascoltati del Presidente Roosevelt e sostenne appieno il Piano Marshall.

¹⁸ Cfr. ARCELLI, MASERA e TRIA, Pandemia, inflazione e politica monetaria, Moneta e Credito, Roma, 2021.

la EPC fu rivisto. L'approccio delle comunità sovranazionali si trasformò, con la creazione nel 1958 sulla base del Trattato di Roma, della Comunità Economica e della Comunità europea dell'energia atomica (Euratom)¹⁹ (Fig. 3).

Fig.3 - The three Established European Communities (Treaty of Paris 1951, and Treaty of Rome 1958)



ECSC - European Coal and Steel Community).

Established by the Treaty of Paris in 1951, expired in 2002.

EEC - European Economic Community.

Established by the Treaty of Rome in 1958, integrated into the European Union by the Treaty of Lisbon in 2009.

EAEC - European Atomic Energy Community.

Established by the Treaty of Rome in 1958, in existence with a limited profile, to finance nuclear projects and the decommissioning/safety improvements of nu-

¹⁹ Questa Comunità dovrebbe essere rilanciata e pienamente utilizzata per coordinare l'utilizzo del nucleare nella corrente crisi energetica.

clear installations.

Source: CVCE website, Author

L'*impasse* fu superata abbandonando l'integrazione politica come primo passo e adottando un approccio basato prima sull'integrazione economica e poi su quella monetaria²⁰. L'approccio seguito a partire dal Trattato di Roma si articolò dunque sulla European Economic Union e sul Single Market, cioè sulla libertà di movimento di beni, servizi, capitale e persone.

L'integrazione monetaria fu il passo successivo. Il Trattato di Maastricht, firmato nel 1992, e la creazione dell'euro, il 1 gennaio 1999, sono strettamente collegati²¹. Correttamente si decise che vincoli di finanza pubblica fossero necessari per il funzionamento dell'Unione Economica e Monetaria. Non era stato peraltro abbandonato il disegno dell'Unione Politica; anzi, agli occhi di molti, appariva rafforzato per consolidare la "moneta senza stato".

La moneta unica costituisce un elemento chiave di statualità e sovranità. Prospetta ulteriore integrazione con cambiamenti istituzionali; più precisamente pone una inevitabile domanda: può l'unione monetaria sopravvivere nel tempo a fronte di shock e accadimenti avversi, interni ed esterni, senza l'unione politica?

La ECB rappresenta di per sé un pilastro di statualità: ne è riprova il fatto che, come si è indicato, l'euro è stato salvato dalla Banca Centrale, con ampio consenso politico.

Ma ciò è sufficiente? La risposta dei padri fondatori era chiara. Voci molto autorevoli si sono ripetute nel tempo a conferma della tesi di un più ampio consolidamento istituzionale.

Dopo Maastricht, ma prima della creazione dell'euro, due citazioni sono

²⁰ L'aspetto monetario era stato comunque subito individuato come fondamentale: "L'Europe se fera par la monnaie ou ne se fera pas", cfr. RUEFF, Declaration 1949, Retrieved, Finance de Marché 10.03.2022.

²¹ Cfr. MASERA, EMU: An Italian perspective, PSL Quarterly Review, Rome, 2019.

d'obbligo:

Our aim is that these fundamental reforms – economic and monetary union as well as political union – should enter into force on 1 January 1993 (Letter by German Federal Chancellor Helmut Kohl and French President Francois Mitterrand to the Irish Presidency of the EC, 19 April 1990)²².

It cannot be repeated often enough: Political union is the indispensable counterpart to economic and monetary union. Recent history, and not just that of Germany, teaches us that the idea of sustaining an economic and monetary union over time without political union is a fallacy²³.

Cinque anni dopo l'avvio della moneta unica i "Cinque Presidenti" concludevano le loro indicazioni istituzionali per il necessario completamento dell'architettura dell'EMU come segue:

Finally, progress must happen towards a Political Union that provides the foundations for all of the above through genuine democratic accountability, legitimacy and institutional strengthening²⁴.

Le regole fiscali di Maastricht (3 e 60 % rispetto al Pil per deficit e debiti nazionali) e le modalità di applicazione hanno di fatto rafforzato una distorsione verso politiche fiscali di restrizione. In primo luogo, perché si è accettato - diversamente dal Piano Delors²⁵ - che alcuni paesi, tra cui l'Italia aderissero alla moneta unica senza rispettare i vincoli di partenza. In secondo luogo, perché il dibattito sulla sostenibilità del debito è stato coartato dall'applicazione del cosiddetto *intertemporal budget constraint*, con l'implicazione di bilanci tendenzialmente in equilibrio. Al riguardo si è addirittura forzata l'evidenza empirica sostenendo che il tasso di interesse di equilibrio sul debito era stato ed era strutturalmente superiore al tasso di crescita.

²² Cfr. AGENCE EUROPE, April 20, 1990.

²³ Cfr. KOHL, Intervention, Protocol of the Deutsche Bundestag, November 6, 1991.

²⁴ Cfr. JUNKER et al., Completing Europe's Economic and Monetary Union, EC, Bruxelles, 2015.

²⁵ Cfr. DELORS, White Paper (Commission Report), Bruxelles, 1993.

3. Il nuovo scenario geopolitico ed economico è sempre più complesso e al contempo articolato e interconnesso. La rete di punti e nodi sottolinea la rilevanza delle interazioni. Mostra che i modelli probabilistici *knowable* sono strumenti di ridotta applicabilità, così come sono pericolosi gli schemi di riferimento di equilibrio economico generale, con mercati e operatori in grado di autocorrezione rispetto a shock interni ed esterni.

L'economia è una scienza, ma non una scienza esatta, riconducibile a modelli matematici che poggino su ipotesi attendibili e immutabili. Comunque, le scelte economiche si intersecano con quelle politiche e sociali.

Gli schemi probabilistici misurabili – sia bayesiani, sia frequentistici – si erano gradualmente affermati nel secolo scorso, soppiantando l'impianto probabilità vs incertezza elaborato da Knight e Keynes. Gli accadimenti degli ultimi quindici anni mostrano la debolezza di questi impianti analitici e di policy, che conservano ancora grande peso e rilievo, nonostante le ipotesi di base di ergodicità e stazionarietà siano manifestamente errate²⁶.

La scienza economica e la politica economica non possono essere ricondotte a schemi semplicistici – seppur presentati con modelli matematici e statistici apparentemente complessi. Devono viceversa essere affrontati con schemi e strumenti sofisticati di gestione sia del rischio, ma più spesso dell'incertezza²⁷.

In economia e in altre scienze sociali le osservazioni empiriche sono spesso non ripetibili secondo modelli stocastici stazionari. Il rischio esogeno – quale quello del moto browniano – si può trasformare in rischio endogeno o addirittura sistemico. Le distribuzioni normali di riferimento sotto stress tendono ad assumere carattere di funzioni di potenza con cuspidi e code molto rilevanti instabili e non misurabili ex ante²⁸. Ai cigni bianchi del rischio misurabile si affiancano quelli gialli, grigi,

²⁶ Cfr. HICKS, *Causality in Economics*, e KAY and KING, *Radical Uncertainty*, citato.

²⁷ I fattori e le tipologie di incertezza, specificamente collegati alla politica monetaria e all'operare della ECB, sono stati ampiamente analizzati da ISSING, *The Birth of the Euro*, Cambridge, 2008.

²⁸ Cfr. TALEB, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, London, 2007; HELBING, *Systemic Risks in Society and Economics*, Zurich, 2010, e KAY and KING op. cit.

neri e verdi. I rischi *knowable* recedono, acquistano peso e rilevanza crescenti quelli *unknowable*.

Si entra nel dominio della global uncertainty: una misura molto semplice del fenomeno è stata elaborata dall'IMF, ripresa dalla Fed di Saint Louis²⁹. Gli esempi più recenti e significativi sono stati precedentemente indicati. Si riprendono qui per sottolineare che incertezza non vuol dire relativismo e impossibilità di gestire i fenomeni. Si tratta, al contrario, di utilizzare modelli innovativi e complessi di gestione in condizioni di incertezza, senza cadere nelle lusinghe del rischio misurabile bayesiano o frequentistico, anche quando ciò non è possibile.

In primo luogo, il rischio climatico travalica gli estremi di un range stazionario. Il fenomeno ha manifestazioni diverse, che si sovrappongono. Gli esiti finali in assenza di azioni forti, coerenti e cooperative a livello globale sono purtroppo essenzialmente certi. Ma, come ha ben spiegato l'ipcc³⁰, l'incertezza e una conoscenza incompleta rappresentano una caratteristica fondamentale di questo rischio inteso in senso lato. Forme e modi di intervento e di gestione sono individuati e suggeriti, anche attraverso modelli stocastici di riferimento.

La stessa Banca dei Regolamenti Internazionali di Basilea ha introdotto il concetto di cigno verde per sottolineare le caratteristiche di incertezza che il riscaldamento globale implica, in particolare per il mondo finanziario, e suggerire le azioni necessarie³¹.

Un secondo esempio è offerto dalla crisi pandemica, con nessi accertati con gli stessi mutamenti climatici³². Un recente studio di fisica sociale di accademici cinesi³³, basato su un approccio di *knowable uncertainty* e su analisi di rete complessa, mostra con modelli matematici e verifiche empiriche le caratteristiche delle

²⁹ Cfr. IMF, *The IMF and Infrastructure Governance*, Washington D.C., 2020, e FRED, *Infrastructure Economic Data*, 2022., St. Louis.

³⁰ IPCC, *The Concept of Risk in the Sixth Assessment Report*, Geneva, 2020.

³¹ Cfr. BOLTON et al., *The Green Swan*, BIS, Basel, 2020.

³² Cfr. ICOLARI a cura di, *La tutela dell'ambiente al tempo della crisi pandemica*, Torino, 2021.

³³ Cfr. ZHU et al., *The Connectedness of the Coronavirus Disease Pandemic in the World*, *Frontiers in Physics*, 2021.

connessioni del contagio globale e le modalità più efficaci di intervento.

Il terzo riferimento è all'IS, che modifica le regole del gioco globale sotto il profilo della ricerca scientifica e delle applicazioni, con implicazioni geopolitiche estremamente rilevanti.

4. Il termine e il concetto di IS sono stati introdotti da Boulding³⁴ con riferimento alla scienza economica. I cambiamenti radicali collegati alla rivoluzione nelle tecnologie di informazione e comunicazione sono stati analizzati da Floridi³⁵, che ha esplorato le interconnessioni con le discipline giuridiche, finanziarie e politiche.

I fenomeni di riferimento sono oggi strettamente collegati alle cryptos, alla tecnologia Blockchain, ai Big Data. Gli elementi interagiscono nel traghettare alla nuova generazione di internet, talora indicata come Web 3.0. Il sistema Blockchain di *distributed ledger* è collegato all'Internet of Things, creando una sola identità elettronica per l'utente, che dovrebbe risultare più sicura rispetto ai modelli tradizionali.

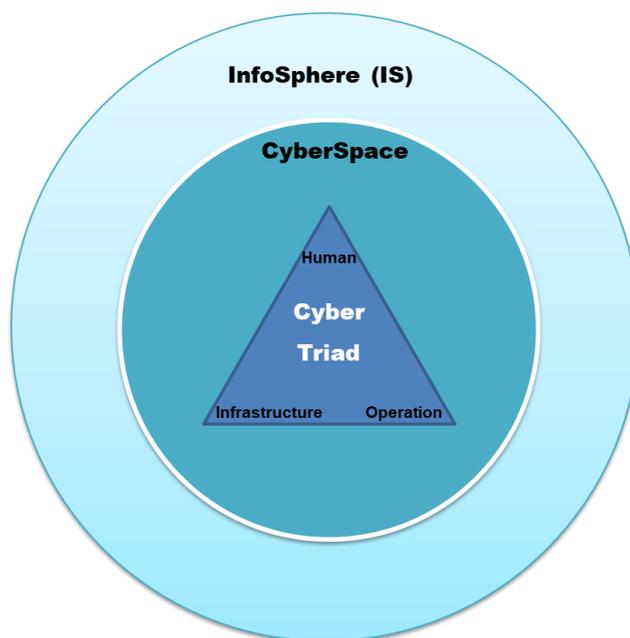
I cambiamenti stanno modificando radicalmente i sistemi dei pagamenti, il modo di operare delle banche centrali, degli intermediari e delle piattaforme finanziarie. Hanno impatti altrettanto rilevanti su geopolitica, difesa e warfare³⁶ (Fig.4).

³⁴ BOULDING, *Economics as a Science*, New York, 1970.

³⁵ FLORIDI, *The Fourth Revolution: How the Infosphere is Reshaping Human Reality*, Oxford, 2014.

³⁶ SAVONA, *Features of an Economics with Cryptocurrencies*, Cagliari, 2021.

Fig. 4 – InfoSphere, CyberSpace and Cyber Triad: global scientific and geopolitical game changes



where:

IS – broad domain: information, data, knowledge, AI, crypto & cyber realities

CyberSpace – complex adaptive digital/human systems

Cyber Triad – human, operation, infrastructure: interactive and interdependent dimensions

Source: Author adaption from Olagbemi³⁷

L'IS è un dominio/una sfera ampia che racchiude informazioni, dati, conoscenza, organismi informatici e comprende i nuovi fenomeni crypto e cyber.

Il *Cyber Space* rappresenta il sistema complesso/adattivo, digitale e umano che è distinto da, ma opera all'interno dell'IS.

La *Cyber Triad* si articola su tre dimensioni: quella umana, la parte operativa e il contesto infrastrutturale (fisico e intangibile). Le componenti sono interattive e interdipendenti.

Alla *Trias Politica* (Fig. 1) si aggiunge pertanto il concetto di *Cyber Triad*. Il salto temporale e di riferimento è evidente, ma non si può non sottolineare anche una

³⁷ OLAGBEMIRO, *Cyberspace as a complex adaptive system and the policy and operational implications for cyber warfare*, Fort Leavenworth, 2014.

continuità. Come mostra l'Accademia della Crusca (<https://accademia.dellacrusca.it/cyber/>), cyber è un confisso ricavato da cybernetics: l'etimo greco della parola ha il significato di timoniere, pilota di una nave e, per estensione, "colui che guida e governa una città o uno Stato".

La sfida per la leadership mondiale tra Stati Uniti e Cina poggia sulla Digital Revolution (e sul Digital Human Capital), cioè sul controllo della IS³⁸.

Un primo esempio del rilievo geopolitico è fornito dalla Cyberwarfare, che utilizza schemi e modelli comuni alle Cryptocurrencies (CC). La tecnologia dei missili a velocità supersonica modifica i rapporti di forza e l'approccio alla sicurezza nazionale, utilizza algoritmi criptati e strumenti di *Machine Intelligence* (MI)³⁹.

Come si è indicato, Cyberspace e Cyberdefense sono strettamente collegati. La connessione rappresenta, in linea di principio, un elemento di resilienza di un sistema, ma, come spesso avviene nei sistemi complessi, può trasformarsi in una fonte di vulnerabilità, proprio nei settori della difesa e del warfare.

Una illuminante analisi dell'intreccio tra IS e Cyberspace da un punto di vista militare è offerta in uno studio di carattere accademico elaborato da un membro della United States Air Force, Olagbemi⁴⁰. Si evidenzia in particolare che l'interconnessione ha determinato un *regime shift*. Il principale attore che determina le relazioni internazionali (lo stato) non è in grado di controllare da solo il Cyberspace e quindi di isolarsi dalle azioni delle nuove cyber realtà. Ciò altera il bilanciamento fra difesa e attacco.

La Nato, anche attraverso documenti resi pubblici, ha analizzato e approfondito questi fenomeni, che ne improntano l'azione. La vulnerabilità da interconnessione informatica è illustrata, ad esempio, da Brent⁴¹. Per i più recenti sviluppi – che hanno evidenti implicazioni per la comprensione della guerra in atto a seguito dell'invasione dell'Ucraina da parte della Russia (cfr. Par. 5) e delle forme di soste-

³⁸ Cfr. SAVONA, 2021b, op. cit.

³⁹ Cfr. PREZIOSA e VELO, *La difesa dell'Europa*, Bari, 2019.

⁴⁰ Cfr. OLAGBEMIRO, op. cit.

⁴¹ Cfr. BRENT, *Nato's Role in Cyberspace*, Bruxelles, 2019.

gno all'Ucraina da parte della Nato – è stato creato un Nato Cyber Defense Center, che opera anche nel Cyberspace, attuando quella che è stata definita una *Comprehensive Cyber Defense Policy*⁴².

Un secondo esempio del ruolo geopolitico del Cyberspace è stato fornito da Capriglione⁴³: ha correttamente osservato che una dimensione fondamentale delle CC è rappresentata dal confronto tra Big Tech e Big Global Banks, che fa intravedere la possibile sfida di Big Tech a Sovereign Currency/Central Banks.

Big Tech potrebbe cioè rappresentare un modello per realizzare una moneta affidata al mercato e ai suoi principali operatori.

Si ripeterebbero schemi già sperimentati nell'800, ma rapidamente abbandonati, di creazione e utilizzo di monete private. Non si può non ricordare che Hicks⁴⁴ aveva chiaramente mostrato le difficoltà e i pericoli di passare da una teoria di mercato della moneta a monete affidate e controllate di fatto dal solo mercato.

La Cina, con alcune delle più importanti Fintech Companies del mondo, pone una sfida alla leadership degli US nella Finanza Digitale e al ruolo (esorbitante privilegio?) del dollaro al centro del sistema finanziario internazionale.

Gli US appaiono al bivio tra cooperare - in particolare con EU, Canada, Australia e Giappone - per ridisegnare la Finanza Digitale, ovvero privilegiare la difesa della posizione dominante del dollaro.

Un ultimo esempio è connesso alla crescita dell'importanza dei *Crypto Tax Havens* che di fatto incidono sulla capacità degli Stati di programmare le entrate fiscali, favoriscono il riciclaggio e consentono a organizzazioni terroristiche e criminose e a poche persone molto ricche di accumulare attività finanziarie estremamente elevate con forme di tassazione molto bassa e segretezza dei rapporti e dei pagamenti.

Questi diversi aspetti – anticipati da Savona⁴⁵ – sono stati di fatto confermati

⁴² Cfr. NATO, *Cyber defence*, Bruxelles, 2022.

⁴³ Cfr. CAPRIGLIONE, *Fintech e Criptovalute*, Webinar Associazione Guido Carli e Dentons, 2021.

⁴⁴ Cfr. HICKS, *op. cit.*

⁴⁵ Cfr. SAVONA, *Discorso al mercato*, Consob, 2021a.

dall'Executive Order (EO) del Presidente Biden⁴⁶ rivolto a tutte le istituzioni americane di riferimento, coordinate dai due Assistenti del Presidente per la Sicurezza e la Politica Economica, per fornire risposte sui diversi temi degli infoasset, in vista di un intervento legislativo del Congresso. Il timing delle risposte è articolato tra i tre e i sette mesi.

L'EO conferma, ove ce ne fosse bisogno, la inconsistenza di critiche inizialmente fatte al Presidente della Consob, sostenendo che la questione delle infocurrencies/assets esulava dalle competenze della Commissione. Sottolinea inoltre la importanza delle risposte date in base alla Gresham's Law per le valutazioni di rischio sistemico; dimostra soprattutto la rilevanza strategica e geopolitica che l'IS ha assunto nella competizione globale.

L'enorme ampliamento del dominio digitale delle attività di intermediazione bancaria e la dilatazione dei domini crypto/IS comporta manifestazioni ancora non compiutamente analizzate e opportunamente regolate. Un esempio di fondamentale rilievo è costituito dalla introduzione di Central Bank Digital Currencies (CBDC), che implicherebbe la creazione di una nuova forma di base monetaria. Ai vantaggi di efficienza del sistema dei pagamenti si contrappongono rischi, in particolare di disintermediazione strutturale del sistema di banche commerciali.

Lo spiazzamento degli intermediari tradizionali nei processi di creazione del credito e dei depositi si può manifestare non solo come conseguenza delle CC "di mercato", se non opportunamente regolate. Potrebbe anche risultare come effetto collaterale delle stesse CBDC, se mal disegnate: il cosiddetto Domsday Risk.

In un mondo di Global Uncertainty e di rapidissima innovazione digitale lo scenario di aprire un "vaso di Pandora" non può essere escluso. Anche per questo motivo le banche centrali (e in particolare la ECB per la caratteristica di "moneta senza stato" dell'euro) stanno attentamente studiando analiticamente e operativamente i vantaggi, le potenzialità e le implicazioni di una moneta di banca centrale

⁴⁶ Cfr. BIDEN, Executive Order on Ensuring Responsible Development of Digital Assets, Washington, 2022.

con, o anche senza, la tecnologia *distributed ledger*⁴⁷.

La ECB ha affidato il compito fondamentale di definire un percorso comune nell'euroarea per la creazione dell'euro digitale al membro del CE Fabio Panetta, affiancandogli strutture interne e un *advisory group* di grande competenza. Il modello *digital euro* appare una strada obbligata, anche per approfondire le conoscenze operative e per favorire una buona regolazione: l'esercizio della ECB deve essere sostenuto e attuato.

5. L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia è in corso alla data di chiusura di questo articolo (fine agosto 2022). Gli eventi hanno connotati incerti e confusi, comunque tragici. L'occupazione di territori va aldilà della Crimea, che era stata trasferita dalla Russia all'Ucraina nel 1954.

Appaiono opportune due premesse di carattere generale che esaltano gli aspetti di incertezza geopolitica e globale.

In primo luogo, gli avanzamenti della Russia in termini di cryptowarfare sono stati messi in discussione. In particolare, la leadership che avrebbe dovuto assicurare l'Era, il sistema di cryptocomunicazioni sviluppato dall'esercito russo⁴⁸, basato su tecnologia encrypted, ha mostrato evidenti debolezze. Più in generale, il grado di avanzamento della Russia verso la frontiera tecnologica e geopolitica dell'IS è stato messo in discussione. Resta naturalmente la leadership nell'armamento nucleare.

Occorre inoltre far riferimento ad alcune grandezze economiche di fondo, senza entrare nel dettaglio dei pur utili distinguo, con correzioni per il potere di acquisto. In termini di Pil corrente, secondo i dati in dollari relativi al 2020 di fonte Banca Mondiale, la Russia ha un Pil poco inferiore a quello dell'Italia (\$1,5 contro \$1,9 trillion). Il confronto è ancora più squilibrato se il Pil è raffrontato alla popolazione (60 contro 146 milioni), o addirittura alla superficie (301.000 rispetto a

⁴⁷ Per un approfondimento di questi temi si fa riferimento a BINDSEIL, Tiered CBDC and the financial system, ECB, Frankfurt, 2020), CHAUM et al., How to issue a central bank digital currency, SNB, Bern, 2021, e CARLI et al., Workshop on Cryptocurrencies, Rome, 2022.

⁴⁸ Cfr. TASS, Jam-resistant Communication System Developed for Russian Army, Moscow, 2014.

17.098.000 Km²⁴⁹). Le spese per la difesa sono pari in Italia a circa €25 miliardi l'anno, l'1,6% del Pil; in Russia al 4,3% del Pil, ovvero a circa €70 miliardi, con dati sempre relativi al 2020.

Facendo riferimento a stime per il 2021⁵⁰, le spese militari erano pari a \$800 md negli Stati Uniti e a \$290 md in Cina. Le spese del Regno Unito (\$70 md) risultavano leggermente superiori a quelle della Russia. La EU (dove si prospettano aumenti di spesa a seguito della guerra in Ucraina) registrava spese pari a \$225 md⁵¹.

In conclusione, lo spazio economico e finanziario della Russia per continuare a lungo uno sforzo bellico di ampia portata appare limitato, se posto a confronto con le risorse degli Stati Uniti e quelle potenzialmente disponibili della EU e del Regno Unito nell'alveo della Nato, nonché della stessa Ucraina. *L'escalation aversion* che ha caratterizzato la Nato e gli Stati Uniti è una manifestazione non solo dei rischi energetici, ma anche del pericolo di andare incontro al *worst case outcome*: la guerra nucleare. I dati ricordati mostrano inoltre che la massa critica di cui la Russia dispone per il confronto geopolitico mondiale nella IS è anche ridotto.

D'altra parte, se la Russia stringesse legami anche militari con la Cina (e la Corea del Nord), i pericoli sarebbero evidenti. Sarebbe uno scenario destabilizzante, soprattutto tenendo conto della esiguità della popolazione russa nell'enorme territorio a nord della Cina, che appare fra l'altro destinato ad acquisire peso economico e strategico crescente a seguito degli stessi cambiamenti climatici (con la prevedibile apertura della nuova rotta artica russa).

L'esigenza di porre fine alla guerra e di trovare soluzioni che evitino gli scenari di non ritorno è evidente. Si ripresenta, comunque, la necessità di far fronte agli enormi danni in Ucraina, prevedendo un nuovo piano Marshall di ricostruzione e di investimenti in "buone infrastrutture".

⁴⁹ In Russia quasi il 70% della popolazione vive nella parte europea del paese, che costituisce solo il 22% della superficie complessiva.

⁵⁰ Cfr. STATISTA, 2022, www.statista.com.

⁵¹ Per un'analisi degli aspetti politici, strategici ed economici delle spese militari nell'Europa occidentale, in Russia, in Cina e negli Stati Uniti si fa rinvio ad ANDREATTA, *Crisi ucraina e le prospettive della difesa europea*, Arel, Roma, 2022.

6. Gli intrecci istituzionali tra unione politica e fiscale rappresentano una dimensione fondamentale per l'analisi del debito pubblico.

Molti policy makers, sia nell'EU, sia nel IMF, nell'ambito del cosiddetto *Washington Consensus*⁵², avevano sostenuto che il debito pubblico costituisce inevitabilmente un peso per le generazioni future. Alla base delle spiegazioni analitiche offerte era l'adozione del modello di "efficienza dinamica intertemporale": il debito pubblico al tempo t deve essere coperto dal valore netto attuale di tutti i saldi "primari" di bilancio⁵³. Si dovrebbe in questo modo assicurare che i cosiddetti *Ponzi games* non possano essere sostenibili e che i vincoli di bilancio siano "ben definiti"⁵⁴.

In questo schema intertemporale efficiente si fa l'ipotesi che r (tasso di interesse reale sul debito pubblico) risulti superiore a g (tasso di crescita del prodotto reale). Questa ipotesi non è peraltro risultata verificata per lunghi periodi, sia nel 1900, sia negli anni 2000; ma la coerenza interna del modello era anteposta alla sua rilevanza economica e all'aderenza ai fatti⁵⁵.

In base a questo approccio – sottostante in Europa lo SGP e il modello di bilancio in pareggio – non veniva presa in esame la distinzione tra la natura corrente o in conto capitale della spesa pubblica e l'esistenza di rendimenti netti generati nel tempo dalla spesa pubblica per infrastrutture. In termini ancor più generali, le relazioni dinamiche tra i tassi di interesse reali, la produttività economica e la crescita⁵⁶ non erano prese in considerazione.

⁵² Per un'analisi critica del Consensus, cfr. ad es. SERRA and STIGLIZ, *Is there a Post-Washington Consensus?*, Oxford 2008.

⁵³ Il saldo primario è dato dalla differenza delle entrate e delle spese pubbliche escluse quelle per interessi sul debito.

⁵⁴ Cfr. DEBRUN et al., *Public Debt Sustainability*, in Ali Abbas et al., *Sovereign Debt: a Guide for Economists and Practitioners*, IMF, 2019.

⁵⁵ Come è stato mostrato da BERNANKE and REINHART, *Conducting Monetary Policy at Very Low-Short Term Interest Rates*, *American Economic Review*, 2004, BERNANKE, *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit*, Richmond, 2005, e BLANCHARD, *Public Debt and Low Interest Rates*, *The American Economic Review*, 2019.

⁵⁶ Per un'analisi esaustiva cfr. BERGEAUD et al., *The circular relationship between productivity, growth and real interest rates*, *Vox*, Bruxelles, 2019.

Il modello di efficienza intertemporale è stato spesso adottato dai *policy makers*, che lo hanno integrato in contesti di equilibrio economico generale derivati in base a processi di ottimizzazione dinamica sia da parte delle imprese, sia delle famiglie. Sono stati cioè utilizzati modelli dinamici e stocastici di equilibrio (DSGE).

La verifica econometrica di questi schemi e le conseguenti previsioni elaborate erano generalmente basate su ipotesi di probabilità misurabili (bayesiane o frequentiste) e di stazionarietà e ergodicità delle variabili economiche di riferimento. Come si è indicato, queste ipotesi erano e sono state peraltro contraddette da molti statistici, econometrici ed economisti.

I modelli *mainstream* sopra ricordati trascurano inoltre la connessione dinamica tra i tassi reali di interesse e i tassi di crescita, tenendo conto della produttività marginale del capitale. I nessi sono peraltro evidenti nello stesso modello neoclassico della funzione di produzione sviluppato da Solow⁵⁷. Con una funzione di produzione con rendimenti di scala costanti e progresso tecnologico labour augmenting, il tasso di interesse reale varia positivamente con la crescita e negativamente con il tasso di risparmio.

I modelli convenzionali economici e politici hanno contribuito a un'ulteriore spinta - infondata – a favore dell'argomento generalizzato del *debt burden* e dell'adozione in Europa del SGP. Ciò è avvenuto nonostante l'analisi cogente svolta da Domar⁵⁸ per contrastare tesi molto deboli.

Recentemente si è assistito a una riconsiderazione della problematica. In primo luogo, si riconosce l'esigenza di analizzare le forze sottostanti i livelli e la dinamica di r , g e del loro differenziale. Quattro principali fattori (non indipendenti) hanno contribuito a deprimere i saggi di interesse reali ancor più che i tassi di crescita del prodotto: il declino della crescita della produttività totale dei fattori e quello demografico, il *savings glut* e, naturalmente, le politiche monetarie.

Soprattutto, vi è un crescente riconoscimento del fatto che i deficit pubblici

⁵⁷ Cfr. SOLOW, A Contribution to the Theory of Economic Growth, The QJE, Harvard, 1956.

⁵⁸ Cfr. DOMAR, On deficits and debt, op. cit. 1993.

devono essere distinti a seconda della natura: non riprodottriva, ovvero collegata a spese per infrastrutture produttive ed efficienti. Molti recenti lavori accademici, ma anche di economisti del FMI e della Banca Mondiale sottolineano l'importanza di tale distinzione⁵⁹.

Di questi sviluppi occorrerà tener conto nella revisione del SGP. Il Patto è stato sospeso nel marzo 2020, fino alla fine del 2022, a seguito della crisi il 2023, ovvero con un periodo di interruzione previsto complessivamente di due anni e nove mesi. Vengono comunque sollecitate misure rivolte a contenere la spesa pubblica corrente per i paesi ad alto debito, come l'Italia.

Negli Stati Uniti l'ipotesi di porre vincoli istituzionali per affermare il principio del bilancio in pareggio è stata respinta anche per la netta opposizione dei più qualificati esponenti del mondo accademico.

Sarà contemporaneamente necessario rivisitare il vincolo costituzionale introdotto affrettatamente e impropriamente in Italia nel 2012 nella revisione operata dell'Articolo 81: "Lo Stato assicura l'equilibrio fra le entrate e le spese del proprio bilancio"⁶⁰.

7. Forse la più efficace sintesi di questi cambiamenti è stata offerta da Draghi⁶¹, quando ha sostenuto che solo il "buon debito" poteva salvare le economie a fronte della pandemia. In generale, il debito doveva essere utilizzato per il finanziamento della transizione verde, dell'economia digitale, delle infrastrutture fisiche e strategiche, del capitale sociale e, soprattutto, di quello umano.

Un diverso, ma a ben vedere complementare, approccio al debito pubblico può essere basato sul criterio dello scopo dell'indebitamento, introducendo la tassonomia tra debito riprodottrivo e *deadweight*. Questa distinzione ha diversi prece-

⁵⁹ Per una rassegna della letteratura si può far rinvio a: MASERA, The case for a different stability and growth pact, SSRN, 2021.

⁶⁰ Cfr. SENATO DELLA REPUBBLICA, Articolo 81 della Costituzione, retrieved su www.senato.it, 9 aprile 2022.

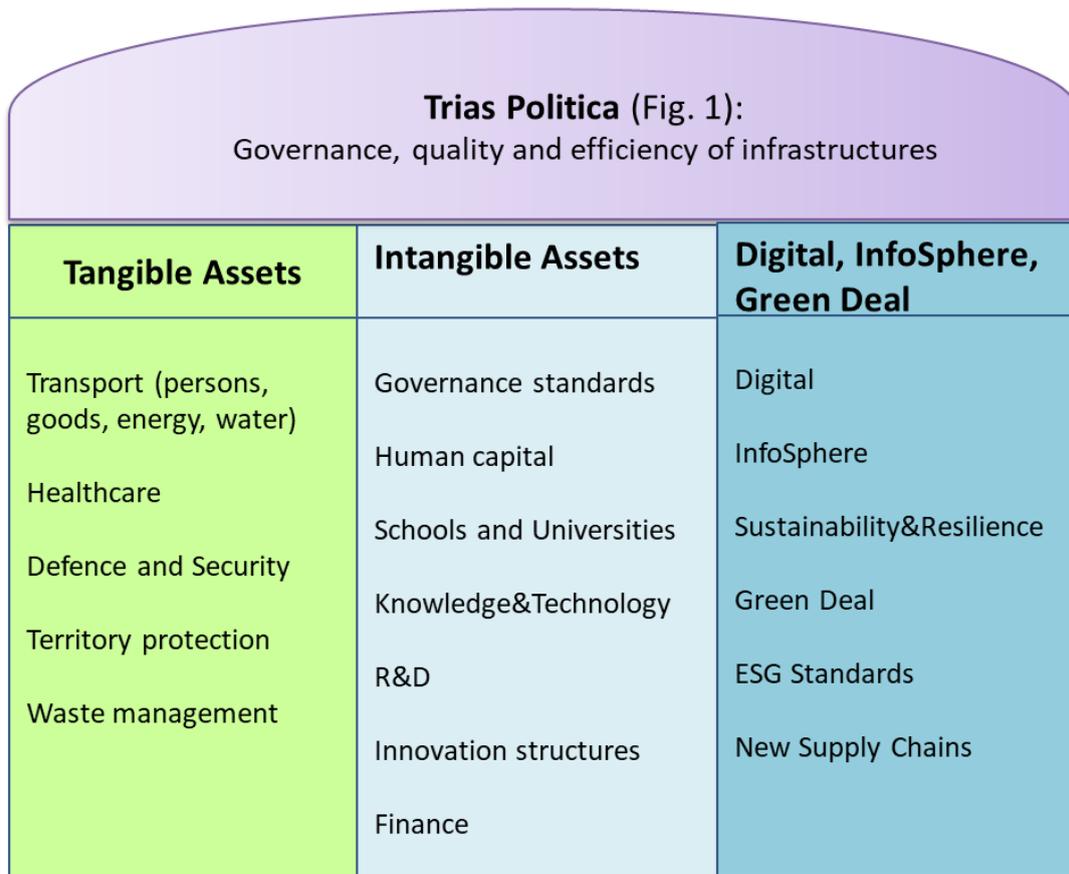
⁶¹ Cfr. DRAGHI, Intervento, Meeting di Rimini, 2020.

denti nella letteratura⁶². La distinzione può essere ricondotta, con opportuni riadattamenti, a schemi di finanza aziendale. Se il debito accumulato dal governo finanzia spese produttive che sono caratterizzate ex ante e ex post da rendimenti superiori al costo del finanziamento, i ritorni netti generano nel tempo flussi di risorse che consentono l'autofinanziamento del debito creato. Ciò non avviene naturalmente nel caso di indebitamento *deadweight*.

L'accumulazione produttiva aumenta comunque la domanda nel breve termine, con effetti moltiplicativi sul prodotto: se la domanda effettiva è bassa, ciò non cozza con il vincolo di bilancio. Ma, soprattutto, gli effetti positivi di investimenti in buone infrastrutture - che in primo luogo comprendono la qualità istituzionale della triade politica (Fig. 5) - non solo hanno un effetto positivo sull'offerta, come conseguenza del più elevato stock di capitale umano e fisico, ma possono anche generare processi di crescita della produttività totale dei fattori. Si creano così surplus permanenti. Ciò richiede selezione di buoni investimenti e successivamente gestione e manutenzione efficiente per far fronte alla questione dei *recurrent costs*. Gli schemi del *crowding out* devono essere affiancati a modelli di *crowding in*. Nelle attuali circostanze si propone comunque l'esigenza di raccordo e sostegno complementare tra investimenti pubblici e privati con schemi allargati di Private Public Partnership (PPP).

⁶² Cfr. ad es. ARROW and KURZ, *Public Investment, the Rate of Return, and Optimal Fiscal Policy*, Baltimore, 1970, e MASERA, *Disavanzo pubblico e vincolo di bilancio*, Milano, 1979.

Fig. 5 - Governance, quality and efficiency of the infrastructures network



Source: Author

La lettura della Fig. 5 richiede alcune notazioni illustrative. Si conferma in primo luogo la rilevanza della governance per assicurare qualità ed efficienza del processo di accumulazione delle infrastrutture pubbliche e di quelle private. L'esplosione delle esigenze degli investimenti per far fronte alle nuove emergenze sottolinea il ruolo trainante del settore pubblico.

Comunque, occorre tener conto della inevitabile revisione dei processi di responsabilizzazione dei diversi attori, particolarmente delicato, come si è visto nell'IS.

La distinzione tradizionale tra *tangible e intangible assets* mantiene un'utilità di riferimento. Ma l'intreccio è sempre più stretto e pregnante, richiede un approccio di analisi e di policy olistico.

Nei nuovi equilibri tra forme e modalità di integrazione/globalizzazione non si può trascurare il fatto che l'approccio comunemente utilizzato fa riferimento a

spese pubbliche nazionali per infrastrutture. Occorre, viceversa, tener conto della sovranazionalità e della cooperazione richieste da politiche di investimento di primo ottimo per il Green Deal, per il superamento delle emergenze da pandemia e, quanto meno in linea di principio, per la stessa InfoSfera.

Si è mostrato che il controllo della IS ha implicazioni geopolitiche di grandissimo rilievo, non solo economico e finanziario, ma anche politico e sotto il profilo della “difesa”. Le tentazioni dei paesi che aspirano alla leadership mondiale potrebbero far deflettere dalle politiche auspicate di cooperazione.

Le questioni esaminate non inficiano, semmai rafforzano, l'approccio proposto in questo studio all'analisi e alle politiche del debito: si conferma in particolare l'esigenza di un “buon debito pubblico” come pilastro di un'unione fiscale e monetaria, al centro dell'Unione Europea.

Ciò richiede anche avanzamenti nei procedimenti di stima contabile degli stock delle infrastrutture pubbliche, private e in PPT. Un riferimento fondamentale al riguardo è rappresentato dalla serie di pubblicazioni costantemente aggiornata su questi temi del IMF⁶³.

In Europa si segnalano i lavori in corso di Eurostat (e di ISTAT) su questi temi; in Italia si può far riferimento ai dossier e alla documentazione della Fondazione Astrid, presieduta da Franco Bassanini, che costituiscono una base per l'analisi interdisciplinare della governance della spesa pubblica per infrastrutture (Astrid website.it).

Nei fatti, anche in Europa è avvenuto un cambiamento di *policy* radicale, sospinto dalla crisi pandemica e dall'esigenza di far fronte al rischio climatico. Nel ri-

⁶³ Cfr. IMF, *The IMF and Infrastructure Governance*, IMF, Washington D.C., 2020.

La serie citata si fonda su contributi fondamentali di KAPPELER and NEMOZ, *Public-Private Partnerships in Europe – Before and During the Recent Financial Crisis*, EIB, Luxembourg, 2010, BUTER et al., *The Long-Run Decline in Advanced-Economy Investment*, Citi Research, New York, 2014, e GUPTA, *Efficiency-Adjusted Public Capital and Growth*, *World Economic Development*, Washington D.C., 2014. I lavori sopra ricordati sono dunque stati scritti mentre dominava ancora l'eredità del Washington Consensus, a riprova del fatto che nella ricerca non solo economica occorre sempre evitare il prevalere esclusivo di una cultura dominante. Per un'analisi del graduale passaggio nel IMF dal Washington Consensus a un approccio più articolato cfr. ARCELLI, MASERA e TRIA, op. cit., 2021.

spetto delle competenze istituzionali si è realizzato un pieno e concorde mix tra la politica fiscale e quella monetaria⁶⁴. Impulsi fiscali ancor più rilevanti sono stati posti in essere negli Stati Uniti, dove si poteva poggiare appieno sull'impianto istituzionale federale e sull'autorità del Presidente.

In Europa il NGEU ha rappresentato uno strumento fiscale di grandi dimensioni e fortemente innovativo. Il meccanismo comprende molti strumenti: al centro sta la Recovery and Resilience Facility, con allocazione mirata (non proporzionale) per i diversi paesi, che privilegia l'Italia⁶⁵. Ogni paese deve sottomettere un Recovery and Resilience Plan (RRP) che definisca i progetti di investimento e le riforme strutturali per i quali i fondi sono allocati.

Il meccanismo NGEU rappresenta un passo significativo nella costruzione di uno schema istituzionale europeo innovativo. Occorre comunque rilevare che il meccanismo resta, sotto il profilo formale, uno strumento temporaneo, che non prevede forme automatiche di stabilizzazione fiscale macroeconomica, articolate paese per paese⁶⁶. In Italia si è viceversa creato un ampio convincimento sul fatto che il meccanismo sia permanente e istituzionale e rappresenti uno strumento di creazione di un vero debito pubblico europeo.

Chi scrive ha elaborato e presentato⁶⁷ un modello coerente con NGEU, ma diverso sotto il profilo istituzionale, che prevede anche un meccanismo rigoroso di ridefinizione del SGP, superandone il *bias* deflazionistico.

Il debito reale comune sarebbe finanziato attraverso la creazione di *EU Reproductive Infrastructure Securities* (EURIS), con le garanzie derivanti dagli attivi

⁶⁴ Cfr. EC, Recovery Plan for Europe, <https://ec.europa.eu/info/strategy/recovery-plan-europe>, 2021, EIB, Investment Report, Luxembourg, 2021, e VISCO, The interaction between monetary and fiscal policies in the pandemic crisis and beyond, Banca d'Italia, Roma, 2022.

⁶⁵ Cfr. AGENZIA PER LA COESIONE TERRITORIALE, Next Generation EU e il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, <https://www.agenziacoesione.gov.it>, e PAGANETTO a cura di, Il Piano italiano di ripresa e resilienza, Una sfida da vincere, Unilink University Press, Roma, 2022.

⁶⁶ Cfr. BRUZZI and VELO, From the Recovery Plan to the European Economic-Monetary Union, The European Union Review, 2020.

⁶⁷ Cfr. MASERA, The new infrastructures challenges in the EU and the need for a deepened PPP paradigm, European Union Review, 2018, e MASERA, The case for a different stability and growth pact: towards a fiscal and political union in the euroarea, SSRN, 2021.

produttivi e dai loro rendimenti reali. I titoli EURIS comprenderebbero debito, equity e strumenti ibridi. La componente di debito rispetterebbe i criteri di tripla A.

L'accumulazione di "buone" infrastrutture, definite in senso lato, e le forme di finanziamento proposte, basate su schemi di mercato e iniziative PPP, per assicurare il *crowding-in* di investimenti privati, rappresenterebbe la pietra d'angolo per un sentiero di crescita resiliente. Offrirebbe una soluzione al problema del debito, senza richiedere camicie di forza fiscali soffocanti.

Non si suggerisce che i paesi componenti l'EMU adottino una "golden rule" tradizionale sugli investimenti pubblici su base nazionale. Si propone viceversa di operare uno schema per la costruzione di nuove infrastrutture su una base comune. Il modello è pertanto coerente con NGEU. I progetti di investimento proposti sarebbero sottoposti a scrutinio e monitoraggio comuni. Le spese in conto capitale sarebbero in linea di principio caratterizzate da ritorni economici (PMK) superiori sia ai tassi di crescita del Pil, sia ai rendimenti degli strumenti di debito ($PMK > g > r$). I progetti selezionati avrebbero un rapporto benefici-costi superiore all'unità. I progetti potrebbero essere collegati e cartolarizzati. Sarebbero accompagnati da forme appropriate di segregazione dei ritorni di mercato.

L'esigenza di un rigore permanente nella gestione delle finanze pubbliche – e in particolare nel rapporto tra spese e entrate correnti – verrebbe assicurata dall'adozione di un sistema per cui i disavanzi pubblici sarebbero di norma consentiti solo per il finanziamento di investimenti, sottoposti al comune monitoraggio europeo. Naturalmente, sia in circostanze eccezionali, sia per tener conto degli andamenti del ciclo, si consentirebbero disavanzi pubblici nazionali, prevedendo la creazione di una comune *automatic fiscal stabilization capacity*.

Parallelamente, viene previsto un fondamentale cambiamento istituzionale: l'EMU sarebbe trasformata in una Political, Monetary and Fiscal Union in linea con il Blueprint di un'Europa concentrica che si rifà alla visione di Delors⁶⁸ e riprende i suggerimenti formulati dal Presidente Mitterrand alla fine degli anni 80 e, più re-

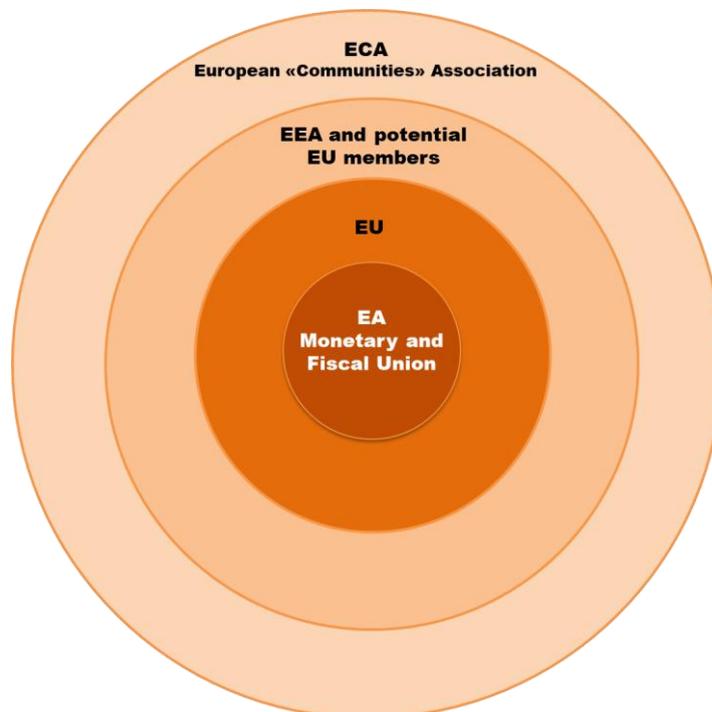
⁶⁸ Cfr. DELORS, 1989, op. cit.

centemente, dal Presidente Macron⁶⁹ (Fig. 6).

Lo schema proposto faciliterebbe l'equilibrio dinamico tra *deepening* e *enlarging*, tenendo presente il crescente numero di richieste di adesione a entrare nell'Unione a seguito della stessa invasione russa dell'Ucraina.

Il modello di Associazione sarebbe in particolare rivolto ai paesi africani, dove si concentrerà la crescita demografica – e potenzialmente quella economica - nei prossimi 50 anni, mentre il forte declino demografico dell'Europa appare difficilmente contrastabile⁷⁰. Lo schema di Associazione sarebbe comunque soggetto al vincolo di preservare la separazione istituzionale rispetto a regimi caratterizzati da, o con deriva verso, forme di autocrazia.

Fig. 6 - Concentric Europe: a Blueprint



⁶⁹ Cfr. MACRON, Concentric Circles in Europe, Annual Ambassadors' Conference, Elysée, Paris, 2018.

⁷⁰ Cfr. ROSINA, Crisi demografica, Vita e Pensiero, Milano, 2021, e BLANGIARDO, Crisi o ripresa: quali le chiavi dello sviluppo?, Meeting Rimini, 2022.

Acronyms:

ECA = European “Communities” Association

EEA = European Economic Area

EU = European Union

EA = Euro Area (or Eurozone)

Source: Author

8. Occorre far fronte a nuove e complesse emergenze. La *political economy* non può comunque trascurare una visione strutturale, sia per quanto riguarda il debito pubblico, sia con riferimento ai nessi di medio termine tra la dinamica della base monetaria e l'inflazione.

Come spesso è avvenuto anche nel passato, le previsioni macroeconomiche della CE – che risentono di un impianto DSGE – si sono mostrate inaffidabili nei punti di svolta e hanno contribuito al *recognition lag* delle politiche economiche, con riferimento sia alle pressioni inflazionistiche, sia alle tendenze recessive, sia al carattere non transitorio dei problemi energetici. In particolare, le spinte strutturali sui prezzi sono state troppo a lungo trascurate e inadeguatamente analizzate, come anticipato da Fazio⁷¹ e Masera⁷². I nuovi scenari di *energy inflation*⁷³ non sono stati identificati.

Facendo ad esempio riferimento all'Italia, la Commissione⁷⁴, ancora nel maggio 2022, prevedeva, per i due anni 2022 e 2023: crescita del Pil 2.4 e 1.9, inflazione 5.9 e 2.3, tasso di disoccupazione 9.5 e 8.9, deficit di bilancio 5.5 e 4.3, debito pubblico 147.9 e 146.8, saldo delle partite correnti 1.2 e 1.6 per cento.

Anche per gli altri paesi sono stati commessi errori analoghi. In particolare

⁷¹ Cfr. FAZIO, *L'inflazione in Germania nel 1918-1923 e la crisi mondiale del 1929*, Treves, Noventa Padovana, 2021.

⁷² Cfr. MASERA, *Risparmio e investimenti: un gold standard strutturalmente viziato e malamente gestito*, Treves, Roma, 2021.

⁷³ Cfr. SCHNABEL, *A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation*, Bundesbank, 2022.

⁷⁴ Cfr. ECONOMIC FORECAST FOR ITALY, Bruxelles, 16 maggio 2022.

per la Germania, mentre la Bundesbank sottolineava il carattere strutturale dell'inflazione da energia e i rischi di aumenti dei prezzi al consumo dell'ordine del 10 per cento e di recessione, le previsioni della Commissione non anticipavano nessuna di queste svolte negative. Anche per questo motivo si è perduta l'occasione, nel ribadire la centralità dei PNRR nazionali, di adeguarli e rafforzarli con mutue intese per tener conto dei mutati scenari.

Saggiamente, come è stato ricordato, la ECB ha rotto gli indugi il 21 luglio con l'aumento dei tassi di policy e l'introduzione del TPI. La gradualità e la flessibilità degli interventi sono necessarie, ma non possono ingenerare incertezze sugli orientamenti di fondo, per evitare di mettere a repentaglio le aspettative sull'obiettivo di inflazione del 2 per cento e per non ritornare alla situazione del 2011-2012. Allora le parole di Draghi erano state sufficienti e credibili, 10 anni dopo la situazione potrebbe risultare ben diversa.

Analoghe considerazioni possono essere fatte sulle politiche di bilancio, volte ad assicurare una sostenibilità di medio termine con crescita fondata su investimenti, infrastrutture e riforme.

NGEU e PNRR sono stati la corretta e innovativa risposta europea alla crisi pandemica. Lo SGP è stato sospeso. Si sono così evitati gli impulsi depressivi del modello di bilanci tendenzialmente in pareggio. La clausola di salvaguardia è stata rinviata alla fine del 2023. Ma l'assenza di regole non costituisce una risposta soddisfacente. Occorre viceversa rivedere l'impianto esistente per favorire l'accumulazione produttiva e lo spostamento dalle spese non riproducibili a quelle per infrastrutture efficienti. Le proposte che sono state avanzate, incentrate sul mantenimento del vincolo del 3 per cento per i deficit e sull'aumento del rapporto debito/Pil dal 60 al 100 per cento, non costituiscono una base appropriata per i motivi sopra indicati.

Oltre Atlantico il ritardo di riconoscimento nelle proiezioni macroeconomiche è stato ridotto. L'unione politica, fiscale e monetaria, che caratterizza il profilo istituzionale degli Stati Uniti, ha favorito il pronto aumento dei saggi di interesse per

contrastare il tasso di crescita dei prezzi e il disancoraggio delle aspettative di inflazione. Il cambiamento di *policy* era stato anticipato nell'agosto 2021 alla Conferenza di Jackson Hole dal Presidente della Fed Jerome Powell. Il 26 agosto 2022 Powell sottolineava nella stessa sede i quattro aumenti dei tassi di *policy* già intervenuti nel 2022, per un totale di 225 punti base⁷⁵. Si lasciava comprendere che, pur con la necessaria flessibilità e adattabilità, per la fine dell'anno si sarebbe potuto verificare ancora un aumento dell'1 per cento, per creare qualche ulteriore rallentamento nell'economia, sulla base della considerazione che non frenare i prezzi sarebbe stato più pericoloso.

9. Si intrecciano in questo lavoro temi separati nell'esposizione ma indissolubilmente connessi, che investono questioni politiche, giuridiche, economiche e finanziarie della costruzione europea. L'approccio proposto guarda avanti anche alle nuove emergenze, senza trascurare le lezioni del passato che continuano ad avere validità. Si è riproposta in primo luogo la questione del processo di Unione politica che dovrebbe consolidare l'Unione monetaria.

Nella prospettiva olistica di medio periodo adottata si sostiene l'esigenza di rivisitare l'intreccio fra l'unione fiscale, quella politica e le regole sul debito pubblico. Il NGEU è il modello di riferimento da consolidare sotto il profilo istituzionale. Ciò richiede il riesame delle regole del SGP, evitando di ricadere negli schemi deflazionistici esistenti prima della sospensione.

Si è proposto di avviare un processo di creazione di debito pubblico condiviso, in contropartite di infrastrutture fisiche e immateriali concordate in comune. Si possono utilizzare e valorizzare appieno le esperienze del piano Juncker e della EIB – la più importante banca di investimento del mondo. Viene introdotta la tassonomia tra debito riproduttivo e *deadweight*. Il vincolo di equilibrio tendenziale di bilancio verrebbe spostato a livello di spese correnti per i singoli paesi, prevedendo

⁷⁵ Cfr. POWELL, Monetary Policy and Price Stability, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C., 2022.

comunque la creazione di una comune *automatic fiscal stabilization capacity*.

Parallelamente, l'EMU sarebbe trasformata in una Political, Monetary and Fiscal Union, in linea con le idee guida dell'Europa dei Padri e con il *Blueprint* di un'Europa concentrica e aperta. Viene sottolineata l'esigenza di sciogliere comunque il nodo della "moneta senza stato" con la realizzazione della Banking Union. L'assenza di questo fondamentale tassello implica fragilità dell'architettura istituzionale dell'euroarea e rischi di frammentazione finanziaria⁷⁶.

La decisione della ECB nel luglio 2022 di alzare i tassi di interesse e di predisporre simultaneamente un nuovo scudo contro la frammentazione va nella giusta direzione. I ritardi nella revisione delle previsioni macroeconomiche si sono riverberati sulle decisioni di *policy*. È da ritenere che saranno necessari ulteriori aumenti dei tassi guida, nonostante la recessione, per evitare di disancorare le aspettative di inflazione che risentono anche del deprezzamento tendenziale dell'euro rispetto al dollaro. Le decisioni di *policy* per calibrare gli opportuni interventi si presentano particolarmente delicate. Se si prende in ritardo un farmaco, un sovradosaggio immediatamente successivo determina in generale ulteriori complicanze. L'assetto istituzionale ha favorito decisioni più rapide negli Stati Uniti.

La guerra in Ucraina ha acuito e aggravato le problematiche comuni nell'EU del Green Deal, del digitale, del capitale umano, delle CC, dell'euro digitale e dell'InfoSfera: sono necessarie risposte di grande portata. Proposte sono state delineate in questo lavoro.

Un'ultima considerazione: per i gravi errori politici ed economici che hanno caratterizzato l'adesione a e il dopo Maastricht⁷⁷ l'Italia ha oggi un rapporto debito/prodotto troppo elevato e uno spazio fiscale ridotto⁷⁸. Come ha sottolineato il

⁷⁶ Cfr. ROSSANO, Fondo interbancario di tutela dei depositi: strumento di vigilanza, Convegno Università Parthenope, Capri, 2022.

⁷⁷ Cfr. MASERA, EMU: An Italian Perspective, PSL QR, Rome, 2019.

⁷⁸ Gli argomenti spesso avanzati, in base ai quali l'aumento dell'inflazione avrebbe comunque un effetto positivo sulla dinamica del rapporto debito/Pil, sono semplicistici. In primo luogo, l'inflazione del Pil è molto inferiore a quella dei prezzi al consumo, perché l'aumento dei prezzi è prevalentemente importato. In secondo luogo, la dipendenza italiana da energia importata è più

Presidente Draghi, NGEU e PNRR devono essere rapidamente attuati e consolidati per consentire e sostenere la crescita della produzione e della produttività e per superare le sfide energetiche. Coloro che ritengono che ci sarebbe comunque un sostegno dell'Unione a un ulteriore dilatarsi del debito improduttivo sbagliano. Si metterebbero a repentaglio i risultati faticosamente raggiunti.

Rainer Masera

*Straordinario di Politica economica
nell'Università degli Studi G. Marconi di Roma*

elevata che negli altri principali paesi dell'area euro. Si determina pertanto uno shock reale sia di offerta, sia di domanda con conseguenze negative sul rapporto debito/prodotto.

**L'INSOSTENIBILE LEGGEREZZA DELL'ESSERE (SOSTENIBILI).
NOTE BREVI SUL RISCHIO NELLE BANCHE ALLA LUCE DEI
PRINCIPI ESG ***

*(The Unbearable Lightness of Being (Sustainable)
Risk Management and ESG in Banking Sector)*

ABSTRACT: *This paper intends to underline the importance of risk in banking industry, focusing on the relationship between risk management and sustainability*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Rischio e rischi nell'impresa bancaria. – 3. Il *risk management* nel sistema delle fonti di diritto bancario. – 4. ICAAP, ILAAP e SREP: cenni introduttivi. – 4.1. Segue. *Internal Capital Adequacy Assessment Process* (ICAAP) e *Internal Liquidity Adequacy Assessment Process*. Tra libertà "vigilata" e sovranità "limitata". – 5. Il rischio di liquidità e il ruolo degli organi societari e del *risk management*. 6. *Corporate governance* bancaria e rischio di sostenibilità. – 7. Conclusioni: i costi transattivi della transizione.

1. Il tema della gestione del rischio assume posizione centrale nel diritto dell'economia e, ancor più, nello studio del fenomeno e dell'attività bancaria.

Al di là, infatti, del rapporto tra rischio e crisi dei (e nei) mercati vigilati¹ e, più di recente, tra rischio e "pandemia"², il profilo in questione presenta infatti

*Contributo approvato dai revisori.

¹ Per una puntuale analisi delle tematiche qui in esame e dell'impresa bancaria si veda per tutti MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 707 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in BENAZZO, CERA e PATRIARCA (diretto da), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Torino, 2011, 651 ss.; ID., *Crisi finanziaria e nuove regole. Fine del modello originate to distribute?*, in BIANCHI, GHEZZI e NOTARI, *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi*, Milano, 2010, 229 ss.; e VELLA, *Il rischio: questo sconosciuto*, in *AGE*, 2009, 161 ss.

² Cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2020, 1 ss., cui si rinvia per un attento inquadramento della questione. Per una disamina di stampo generale dell'argomento si veda poi AA. VV., *Sistema produttivo e finanziario post COVID-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, a cura di MALVAGNA e SCIARRONE Alibrandi, Pisa, 2021, reperibile al seguente link: <https://www.pacineditore.it/wp-content/uploads/2021/01/MALVAGNA-SCIARRONE.pdf>. Nonché, di interesse, BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, in *Banca, impr., soc.*, 2, 2019, 319

molteplici spunti problematici che si riferiscono, a ben vedere, già alla definizione stessa di una fattispecie che appare complessa e mutevole.

Con riferimento particolare, poi, al rapporto tra rischio e sostenibilità – e così a fronte del progressivo interesse delle autorità di vigilanza per tale tematica – la questione qui in esame pare oggi dilatare i propri confini, abbracciando dimensioni che esulano da un ragionamento propriamente giuridico per sfociare in considerazioni economiche e sociali.

In un tale contesto si rivaluta lo studio, sia pratico che teorico, del *risk management*, che diviene, a pieno titolo, terreno elettivo di incontro-scontro tra disciplina gius-commercialista e tecniche aziendalistiche³. Quanto precede valendo,

ss.; e BRUTI LIBERATI, *Le autorità amministrative indipendenti. Virtù e vizi di un modello istituzionale*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 1, 2020, 51 ss. Esula, da questo lavoro, un'analisi del settore assicurativo, in relazione al quale si veda per tutti SIRI, *L'assicurazione e i rischi pandemici*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2, 2020, 671 ss.

³ Per un inquadramento preliminare della materia si vedano, *ex multis*, AA. VV., *Il governo delle banche. Atti del Convegno di Salerno del 27 giugno 2014*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di Principe, Milano, 2015; AA. VV., *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre. Atti del convegno di Courmayeur del 22-23 settembre 2017*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di Montalenti e Notari, Milano, 2018; AA. VV., *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di Di Cataldo, Milano, 2014; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole dell'attività*, Bologna, 2020; CALANDRA BUONAUORA, *Crisi finanziaria, governo delle banche e sistemi di amministrazione e controllo*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Torino, 2011, 651 ss.; ID., *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2015, 19 ss.; ID., *L'impatto della regolamentazione sulla governance bancaria*, *ivi*, 2019, 27 ss.; ID, PERASSI e SILVETTI, *La banca: l'impresa e i contratti*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2001; CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001; ID., *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, 947 ss.; CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019; COSTI e VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, 2008, n. 62; DE PRA, *Il nuovo governo societario delle banche*, in *Nuove leggi civ.*, 2015, 525 ss.; FRIGENI, *La governance delle società bancarie. Rapporto sull'attività di ricerca progetto PRIN 2010-11* (comitato scientifico: Santoro, Mancini, Paciello, Rispoli Farina, Sciarrone Alibrandi, Tonelli e Valensise); MARCHETTI, *Disposizioni di vigilanza su organizzazione e governo societario delle banche*, in *Riv. soc.*, 2012, 413 ss.; MINTO, *La governance bancaria tra autonomia privata ed eteronomia*, Padova, 2012; MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nelle società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in questa *Rivista*, 2015, I, 707 ss.; ID., *La Corporate Governance degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in *Società, Banche e Crisi d'Impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera e Sciarrone Alibrandi, Torino, 2014, 2167

in particolare modo, per le società bancarie.

2. In via preliminare all'esame che segue è necessario annotare alcune sintetiche considerazioni introduttive, volte a ricordare che (i) il rischio è elemento caratterizzante l'attività di impresa, ivi compresa, *a fortiori*, anche l'impresa bancaria, e che (ii) (il rischio) in particolare modo per le imprese in ultimo indicate, impone la predisposizione di adeguate strutture di *corporate governance* che sono frutto di un costante e pervasivo intervento regolamentare di matrice europea e nazionale.

In un tale quadro di riferimento, il rischio – come di seguito classificato – diviene quindi elemento costitutivo anche e ancor più (a fronte del proprio *business*) della fattispecie “banca” la quale, tuttavia, se per un verso del rischio “non può fare a meno”, per l'altro verso al rischio deve trovare adeguate coperture e limitazioni, al fine di renderlo elemento positivo, e non già “esternalità negativa” – e, dunque, elemento patologico – della propria attività.

ss.; MOSCO e LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Le nuove Disposizioni di Vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche. Un commento introduttivo*, in questa *Rivista*, 2014, I, 147 ss.; nonché VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa soc.*, 2014, 289 ss. Sia poi consentito il richiamo al recente RIGANTI, *Il sistema dei controlli interni nelle banche tra vigilanza esterna e corporate governance*, Torino, 2019, ove ulteriori riferimenti bibliografici; e a ID., *La gestione del rischio nelle banche: aspetti di corporate governance e impatto sul sistema dei controlli interni nelle società*, in *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di Cerrato, Torino, 2019, 179 ss. Per un approfondimento di stampo internazionale e comparato in tema di governo societario delle banche, con riferimenti anche più ampi rispetto ai profili esaminati in questa nota, si vedano, in prima battuta, BUSCH, FERRARINI, VAN SOLINGE, *Governance of Financial Institutions*, Oxford, 2019; ENRIQUES e ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *ECGI Law Working Paper n 294/2014*, 2014; ID. e HERTIG, *Improving the Governance of Financial Supervisors*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2011, 357 ss.; HOPT, *Corporate Governance of Banks and Financial Institutions: Economic Theory, Supervisory Practice, Evidence and Policy*, in *ECGI Law Working Paper n 507/2020*, 2020; MACEY e O'HARA, *The Corporate Governance of Banks*, in *Econ. Pol. Rev.*, 2003, 91 ss.; MÜLBERT, *Corporate Governance of Banks*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2009, 411 ss.; e THAKOR, *Post-Crisis Corporate Culture and Governance in Banking*, in *ECGI Finance Working Paper n 658/2020*, 2020.

La tematica che si intende ora affrontare, come brevemente accennato, assume oggi rilevanza ancora maggiore a fronte delle innovazioni imposte dal tema della sostenibilità.

Ambito, questo, ancora discretamente “fumoso”⁴ ma all’interno del quale la relazione tra il perseguimento di fattori ESG e l’assunzione di adeguati presidi a tal fine, conduce ad una necessaria rilettura del tema generale del governo societario delle banche⁵ e, così, dei relativi assetti organizzativi e delle correlate strutture di *risk management*.

Per essere più precisi, e avvicinandosi al tema del presente scritto, è proprio l’elemento sostenibilità che impone all’intermediario non solo di valutare e contenere il rischio derivante – ad esempio – dal mancato raggiungimento dei nuovi (e, per certi versi, antitetici ad una gestione *profit oriented*) obiettivi ambientali, sociali e di *governance* (con conseguente inevitabile “costo maggiore” nel caso di finanziamento ad attività non sostenibili), che orientano e regolano il mercato⁶, bensì anche di rivalutare il proprio posizionamento all’interno di un settore vigilato che pare sempre più orientato alla realizzazione di finalità “altre”, in un costante e crescente dialogo tra azionisti e *stakeholders*.

Un settore che, come noto, legge oggi nella sostenibilità sia un aggiornato “mantra” sia una sorta di rinnovato *benchmark*, capace tanto di comportare spinte positive, quanto di imporre nuovi obblighi comportamentali, peraltro rilevanti anche sotto un punto di vista meramente concorrenziale.

⁴ Con riferimento ad un esame della giurisprudenza cfr., su temi collegati, ALPA, *Tre casi paradigmatici di responsabilità sociale delle imprese per violazione di diritti fondamentali: Vedanta, Okpabi, Milieudefensie*, in *Contratto e impresa Europea*, 2/2021, 257 ss. Per i riflessi dei fattori ESG sull’impresa cfr., per tutti, ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa*, Bologna, 2020. Sulle novità relative e sugli interessi sottesi alle società quotate cfr. invece MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2020, I, 227 ss.

⁵ Per un inquadramento sia consentito il rinvio al mio RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020, ove ulteriori riferimenti bibliografici.

⁶ Cfr. *infra sub par. 3*.

3. Le considerazioni che precedono si rapportano dunque perfettamente al “microcosmo” disegnato dal regolatore di settore, dovendosi sul punto infatti evidenziare (forse il banale) e, cioè, ricordare che il tema del rischio è esaminato dalle molteplici fonti del diritto bancario, inteso come diritto che regola l’operatività e le strutture di governo societario delle banche.

Il rischio è dunque elemento chiave della regolamentazione del mercato di riferimento e, così, delle analisi costi-benefici strutturalmente ricollegati alle relative norme. Norme che, come noto, sono in perenne mutamento e che si incrociano e sovrappongono, offrendo all’operatore una disciplina particolarmente complessa e disomogenea, connotata da un intreccio non privo di problemi pratici di primo spessore, essenzialmente riconnessi ad un’applicazione talvolta scoordinata della disciplina nazionale di riferimento rispetto alla sua matrice europea.

In relazione a questo punto, va in particolar modo ricordato che, se da un lato – e sotto un profilo attinente più propriamente al diritto dell’economia –, è evidente che la complessità delle norme conduca ad una “selezione naturale” degli attori operanti sul mercato bancario (anche ad esempio per il tramite di fenomeni aggregativi), dall’altro lato è altresì chiaro che questa stratificazione normativa crei aspettative e criticità anche in relazione ai sistemi e agli apparati di *compliance* e *risk management* delle s.p.a. bancarie doverosamente da rapportarsi ai *desiderata* delle autorità di vigilanza e ai relativi incessanti aggiornamenti normativi (e di *soft-law*)

In merito, , nella vastità delle fonti reperibili, e ai fini delle considerazioni che seguono in relazione al tema del rischio è necessario concentrarsi sulla disciplina introdotta da due interventi di matrice europea – il Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il

regolamento (UE) n. 648/2012 (CRR, come modificato dal Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2019 – CRR2) e la Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, come modificata dalla Direttiva 2019/878 (CRD V)⁷ – e sul relativo recepimento da parte della normativa nazionale di primo e secondo grado – si veda *in primis* la Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Disposizioni di Vigilanza per le banche, s.m.i. (c.d. Circolare 285)⁸ –.

Nondimeno – e lungi dal soffermarsi, in questa sede, su di un esame più particolareggiato – con riferimento al tema della sostenibilità, oggetto e parametro di questo scritto, vanno annoverati quantomeno, oltre alla citata Circolare 285 e al nuovo concetto di “*successo sostenibile*”⁹ di cui al Codice di Autodisciplina, già solo le posizioni di Banca Centrale Europea, European Banking Authority (che in data 24

⁷ Non intendo soffermarmi, per motivi di spazio e per la non perfetta attinenza con la struttura del mio scritto, sui singoli contenuti di due previsioni tuttavia fondamentali per il diritto delle banche quali la (i) 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 e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio e (ii) il Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n. 1093/2010.

⁸ Per completezza di indagine si segnala che tra gli interventi rilevanti dell'Autorità di Vigilanza vanno annoverati: (i) la Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999 (*Istruzioni di vigilanza per le banche*); le (ii) “*Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*”, emanate dalla Banca d'Italia il 4 marzo 2008 – contemplate ed integrate dal documento denominato “*Applicazione delle Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche*”, emanato dalla nostra Banca Centrale l'11 gennaio 2012 –; la (iii) Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2006, recante “*Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche*”, s.m.i.; nonché la citata (iv) Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, intitolata “*Disposizioni di vigilanza per le banche*” s.m.i.

⁹ Definito come “*obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società*”.

gennaio 2022 ha pubblicato il proprio *Final Draft implementing technical standards on prudential disclosures on ESG risks*) Banca d'Italia, da rapportarsi ovviamente alle disposizioni normative di matrice europea quali innanzitutto il Regolamento Tassonomia e la direttiva SFDR¹⁰.

4. Venendo al merito di una questione che si muove dunque nel campo di gioco poc'anzi sinteticamente delineato, è noto come molteplici e tra loro distinti siano i rischi caratterizzanti l'impresa bancaria, per l'appunto classificati e categorizzati secondo rigidi approcci regolamentari.

In particolare, proprio al fine di monitorare e gestire tali aspetti dell'attività, agli istituti è richiesto di attivare e di svolgere due processi – ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process* - ICAAP) e ILAAP (*Internal Liquidity Adequacy Assessment Process* - ILAAP) – propedeutici allo SREP (*Supervisory Review and Evaluation Process* - SREP)¹¹, di contro attuato dall'autorità di vigilanza e finalizzato ad un giudizio complessivo sulla banca¹².

Entrambi i processi ICAAP e ILAAP implicano l'adozione di adeguati

¹⁰ I riferimenti sono, tra i molti, ai seguenti interventi: BCE, *The state of climate and environmental risk management in the banking sector*, novembre 2021; ID., *Climate-related risk and financial stability*, luglio 2021; ID., *ECB report on institutions' climate-related and environmental risk disclosures*, novembre 2020; (ii) EBA, *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, giugno 2021; (iii) Banca d'Italia, *Carta degli investimenti sostenibili*, luglio 2021.

¹¹ È la stessa Circolare 285 a definire lo SREP come processo con cui la Banca centrale europea e la Banca d'Italia riesaminano e valutano l'ICAAP e l'ILAAP; analizzano i profili di rischio della banca singolarmente e in un'ottica aggregata, anche in condizioni di *stress*, e il relativo contributo al rischio sistemico; valutano il sistema di governo aziendale, la funzionalità degli organi, la struttura organizzativa e il sistema dei controlli interni; verificano l'osservanza del complesso delle regole prudenziali; pervengono a una valutazione complessiva della banca e attivano, se del caso, misure correttive. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.III.1.2.

¹² Come precisato dal regolatore le banche definiscono infatti strategie e predispongono strumenti e procedure al fine di (i) determinare il capitale che esse ritengono adeguato – per importo e composizione – alla copertura permanente di tutti i rischi ai quali sono o potrebbero essere esposte, anche diversi da quelli per i quali è richiesto il rispetto dei requisiti patrimoniali e (ii) valutare l'adeguatezza del governo e della gestione del rischio di liquidità. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.III.1.1. Ho affrontato questi temi, senza tuttavia collegarli al tema della sostenibilità, in Riganti, *La gestione del rischio nelle banche: aspetti di corporate governance e impatto sul sistema dei controlli interni nelle società*, cit.

meccanismi di governo societario, correlati ad un assetto e ad una struttura organizzativa caratterizzati da linee di responsabilità ben definite, efficaci sistemi di controllo interno e meccanismi commisurati alle caratteristiche, alle dimensioni e alla complessità dell'attività svolta dalla banca (c.d. principio di proporzionalità). Entrambi i processi tengono conto di un tema – quello della sostenibilità – peraltro capace, come si dirà *infra*, non solo di caratterizzarsi per una evidente qualifica intercategoriale, bensì anche di intervenire direttamente su presidi di *corporate governance* e così, ad esempio, sulla composizione quanti-qualitativa del *board* bancario.

4.1. Il processo ICAAP è argomento attorno al quale si sviluppa, in particolar modo, il tema della gestione del rischio tanto nel suo complesso quanto nei suoi dettagli e nelle relative sfaccettature applicative. Ivi comprese, si intende, quelle legate al tema della sostenibilità.

In merito, va sottolineato preliminarmente che le banche definiscono in piena autonomia (per quanto di autonomia possa parlarsi in un settore vigilato quale è quello bancario) un processo per determinare il capitale complessivo adeguato, in termini attuali e prospettici, a fronteggiare tutti i rischi rilevanti, ivi compresi quelli ora legati ai profili ESG. Gli istituti di credito, infatti, devono definire per quali tipi di rischi diversi da quelli “classici” (v. *infra*) è opportuno adottare metodologie quantitative che possano determinare un fabbisogno di capitale interno e per quali, invece, si ritengono più appropriate, in combinazione o in alternativa, misure di controllo o di “semplice” attenuazione.

Il processo ICAAP, in particolare, è suddiviso in quattro distinte fasi operative¹³ e deve contemplare, quantomeno, i tipi di rischi indicati dalla normativa

¹³ E, così: (i) individuazione dei rischi da sottoporre a valutazione; (ii) misurazione/valutazione dei singoli rischi e del relativo capitale interno; (iii) misurazione del capitale interno complessivo; (iv) determinazione del capitale complessivo e riconciliazione con i fondi propri

di settore a titolo esemplificativo e non già esaustivo¹⁴. Rischi tra i quali vanno (ovviamente) annoverati il rischio di credito (comprendente il rischio di controparte, ossia il rischio che la controparte di un'operazione risulti inadempiente prima del regolamento definitivo dei flussi finanziari di un'operazione)¹⁵; il rischio di mercato e quello operativo. Nonché, sotto la categoria di “altri rischi”, *inter alia*, il: (i) rischio di concentrazione; (ii) rischio paese¹⁶; (iii) rischio di trasferimento¹⁷; (iv) rischio base; (v) rischio di tasso di interesse derivante da attività diverse dalla negoziazione¹⁸; (vi) rischio residuo; (vii) rischi derivanti da cartolarizzazioni¹⁹; (viii) rischio di una leva finanziaria eccessiva; (ix) rischio strategico²⁰; (x) rischio di reputazione²¹; e (xi) rischio AML.

Ferma restando, si intende, l'indiscutibile importanza del c.d. rischio informatico e l'attualità data da quei rischi posti “a cavallo” delle categorie indicate *supra* e legati, come detto e ad esempio, al mancato conseguimento di fattori ambientali, sociali e di *governance*. Rischi che, in altri termini, risulterebbero connotarsi da una spiccata “*inter-settorialità*” e che, per l'appunto e sempre a titolo esemplificativo, potrebbero rientrare tanto nel più ampio quadro *sub (ix)* di rischio

¹⁴ Viene infatti rimessa alla prudente valutazione di ogni banca l'individuazione di eventuali ulteriori fattori di rischio connessi con la propria specifica operatività.

¹⁵ Cui sono correlati, come è noto, due diversi metodi di valutazione: “Interno” (*I.R.B. Internal Rate Base Approach*); e “Standard” (*S.R.B. Standard Rate Base Approach*).

¹⁶ E, cioè, il rischio di perdite causate da eventi che si verificano in un paese diverso dall'Italia.

¹⁷ Identificato come il rischio che una banca, esposta nei confronti di un soggetto che si finanzia in una valuta diversa da quella in cui percepisce le sue principali fonti di reddito, realizzi delle perdite dovute alle difficoltà del debitore di convertire la propria valuta nella valuta in cui è denominata l'esposizione. Cfr. Parte Prima.III.1.29.

¹⁸ Trattasi del rischio derivante da variazioni potenziali dei tassi di interesse. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.III.1.29.

¹⁹ Definito come il rischio che la sostanza economica dell'operazione di cartolarizzazione non sia pienamente rispecchiata nelle decisioni di valutazione e di gestione del rischio. Cfr. Parte Prima.III.1.30.

²⁰ Che sarebbe il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da cambiamenti del contesto operativo o da decisioni aziendali errate, attuazione inadeguata di decisioni, scarsa reattività a variazioni del contesto competitivo. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.III.1.30.

²¹ E cioè il rischio attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da una percezione negativa dell'immagine della banca da parte di clienti, controparti, azionisti della banca, investitori o autorità di vigilanza. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.III.1.30.

attuale o prospettico di flessione degli utili o del capitale derivante da cambiamenti del contesto operativo o da decisioni aziendali errate, attuazione inadeguata di decisioni, scarsa reattività a variazioni del contesto competitivo; quanto e di sicuro nell'ambito del rischio reputazionale (d'altronde, chi mai investirebbe o diventerebbe cliente di una banca (in)sostenibile?!), Nonché, infine, in un più "banale" rischio di credito (ad esempio nel caso in cui la parte beneficiaria del finanziamento risulti a sua volta in *default* rispetto al tema, chiave nel contratto di finanziamento, della sostenibilità).

Come anticipato (in chiave dubitativa) il *framework* regolamentare impone alle banche di definire in piena autonomia i processi (formalizzati, documentati, approvati dagli organi societari e sottoposti a revisione interna) di gestione e controllo di tale voce di rischio.

Tale "privatizzazione" dei processi di *assessment* del rischio assume specifica rilevanza per con riferimento ai profili oggetto di studio di diritto dell'economia, implicando una chiara responsabilizzazione degli (ma altresì un evidente costo in capo agli) enti, obbligati a riferire a BCE e autorità nazionale le scelte intraprese. Sintomo, questo, di una libertà a ben vedere "vigilata", cui corrisponde una sovranità di sicuro "limitata" delle s.p.a. bancarie.

5. In particolare con riferimento al rischio di liquidità – ma più in generale per quanto attiene al tema del rischio – alle banche è richiesto di formalizzare politiche di governo adeguate e di dotarsi di un efficace processo di *risk management*, in coerenza con le caratteristiche, le dimensioni e la complessità delle attività svolte (ivi comprese, di certo, le attività ESG *friendly*), nonché della rilevanza della banca nel mercato di ciascuno degli Stati membri dell'Unione europea in cui è attiva.

Tali "politiche", si è già detto ma è bene ricordarlo, orientano il governo societario dell'istituto, che viene infatti costruito innanzitutto attorno al tema della

corretta identificazione di compiti e responsabilità. Compiti e responsabilità che si modellano, dunque e come fin qui suggerito, attorno al concetto e al contenuto del rischio.

Le considerazioni che precedono impattano dunque, con tutta evidenza, sul tema del governo societario degli istituti di credito.

In particolare in un tale contesto, va ricordato che ad assumere indiscussa centralità è l'organo con funzione di supervisione strategica (OFSS – i.e. il c.d.a. nel modello tradizionale), essendo questo responsabile di diversi profili, quali ad esempio – ed innanzitutto – (i) del mantenimento di un livello di liquidità coerente con la soglia di tolleranza all'esposizione al rischio, (ii) della definizione degli indirizzi strategici, delle politiche di governo e dei processi di gestione afferenti lo specifico profilo di rischio e – novità, questa, introdotta dall'aggiornamento n. 35 (!!) alla Circolare 285 – degli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, dell'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nei processi relativi alle funzioni aziendali.

Nondimeno, l'organo in questione definisce la soglia di tolleranza al rischio di liquidità, intesa quale massima esposizione al rischio consentita, secondo i criteri dettati dalla Circolare 285. E approva, *inter alia*, (i) le metodologie utilizzate dalla banca per valutare l'esposizione al rischio di liquidità; (ii) le principali ipotesi sottostanti agli scenari di *stress*; (iii) gli indicatori di attenzione utilizzati per l'attivazione dei piani di emergenza.

Gli indirizzi strategici e le politiche di governo societario elaborati dall'organo con funzione di supervisione strategica vengono attuati, come è noto, dall'organo di gestione il quale, in aggiunta ai tipici ruoli di *management* nel *day by day* (i) definisce le linee guida del processo di gestione del rischio di liquidità e ne cura l'attuazione, nel rispetto della soglia di tolleranza al rischio approvata dall'organo con funzione di supervisione strategica; (ii) stabilisce le responsabilità delle

strutture e delle funzioni aziendali coinvolte nel processo di gestione del rischio di liquidità, tenendo conto del principio di proporzionalità e dell'esposizione della banca a tale rischio; (iii) definisce i flussi informativi interni volti ad assicurare agli organi e alle funzioni aziendali di controllo la piena conoscenza e governabilità dei fattori che incidono sul rischio di liquidità, essendo destinatario della reportistica periodica proveniente dalle funzioni operative e dovendo informare a sua volta l'organo con funzione di supervisione strategica con cadenza almeno trimestrale, salvo l'obbligo di attivarsi tempestivamente in caso di peggioramento della situazione di liquidità della banca o del gruppo.

L'architettura così delineata pone interessanti questioni teoriche e applicative, prima fra tutte quella relativa al rapporto tra delegati e deleganti nel c.d.a. e, ancor più, quella inerente l'opportunità di strutturare oggi all'interno del consiglio un apposito comitato ESG il quale, in collaborazione con – o, meglio, in supporto a – gli altri comitati (Comitato Rischi e Comitato Esecutivo) sarebbe deputato a presiedere e monitorare il chiave “olistica” il tema della sostenibilità e le sue ricadute sui meccanismi di gestione del rischio²².

Il tema del rischio di liquidità (ma, nuovamente, le considerazioni parrebbero potersi espandere anche ad altre categorie di rischio) assume dirette

²² Per uno sguardo sugli approfondimenti esteri in tema di sostenibilità – e al di là del più specifico dibattito in tema di *stakeholderism* – cfr., *ex multis*, AVRAMOV et al., *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2021; BUSH, FERRARINI e GRÜNEWALD, *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2021; CLEMENTINO e PERKINS, *How Do Companies Respond to Environmental, Social and Governance (ESG) ratings? Evidence from Italy*, in *Journal of Business Ethics*, 379 ss.; DIAZ, *Reconsidering systematic factors during the Covid-19 pandemic – The rising importance of ESG*, in *Finance Research Letters*, 2021; ECONOMIDOU et al., *Does Sustainable Investing matter to the Market?*, reperibile su *ssrn.com*; EDMAN, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge, 2020; ENGER, ENRIQUES, RINGE, VAROTTIL e WETZER, *Business Law and the Transition to a Net Zero Economy*, Moanco, 2022; FREIBERG, ROGERS e SERAFEIM, *How ESG Issues Become Financially Material to Corporations and Their Investors*, in *Harvard Business School Working Paper*, 20-056; FRIEDE, BUSH e BASSEN, *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*, in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 2015, 210 ss.; GILLAN et al., *Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance*, 2021; MAYER, *Prosperity*, Oxford, 2018.

conseguenze, poi, anche in materia di sistema di controllo interno: i controlli aziendali di primo livello (*internal audit*) e di secondo livello²³ e, in questi ultimi, la funzione di *risk management*, viene infatti strutturata in funzione dell'elemento rischio, tenendo conto del principio di separatezza tra le funzioni operative e quelle di controllo fissato dalle vigenti disposizioni di vigilanza in materia di sistema dei controlli interni²⁴. Pare a chi scrive evidente che il tema della sostenibilità non possa che assumere rilevanza centrale anche in questo ambito.

In particolare, nel sistema di controllo interno, la funzione in parola, come già avuto modo di esporre in altra sede²⁵, assumerebbe il ruolo non già di registra quanto piuttosto di "motrice", venendo indirizzata a concorrere allo sviluppo e procedere alla valutazione dei sistemi di misurazione del rischio di liquidità cui la banca è esposta; nonché, e *inter alia*, a predisporre e aggiornare la reportistica per gli organi aziendali in cui viene illustrata l'esposizione al rischio di liquidità, determinata anche sulla base delle prove di *stress*.

6. Il rischio, dunque, orienta ed ispira i meccanismi e le dinamiche di *corporate governance* delle banche e, più nello specifico, le relative strutture di

²³ Di recente cfr. sui temi qui in esame le posizioni di LUCIANO, *Adeguatezza organizzativa e funzioni aziendali di controllo nelle società bancarie e non*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 317 ss.

²⁴ Precisa la Circolare 285 che nelle banche più complesse la funzione di *risk management* della liquidità può essere attribuita ad uno specifico comitato. In tal caso, sono chiaramente definite le diverse responsabilità e le modalità di intervento, in modo da garantire la completa indipendenza di tale funzione dal processo di assunzione del rischio. Nell'ambito dei gruppi bancari, la funzione di *risk management*, nel rispetto di quanto previsto dalle disposizioni in materia di controlli interni di gruppo può essere articolata secondo uno schema di accentramento (presso la capogruppo) o di decentramento in coerenza con l'articolazione delle unità di *business* che assumono il rischio di liquidità e con i vincoli legali e/o regolamentari esistenti nei paesi di insediamento delle singole componenti. In ogni caso, la capogruppo, nell'esercizio dei propri poteri di direzione e coordinamento, predisporre i raccordi gerarchici e funzionali per assicurare la coerenza e l'efficacia dell'azione della funzione di *risk management* per l'intero gruppo. La funzione di *risk management* concorre alla definizione delle politiche e dei processi di gestione del rischio di liquidità, verifica il rispetto dei limiti imposti alle varie funzioni aziendali e propone agli organi con funzioni di supervisione strategica e di gestione iniziative di attenuazione del rischio. Cfr. Circolare 285, Parte Prima.IV.6.18.

²⁵ Cfr. RIGANTI, *Il controllo interno*, cit.

supervisione strategica e di controllo interno²⁶.

In particolare, il rischio – o meglio la sua necessaria identificazione e gestione nelle diverse manifestazioni della fattispecie²⁷, ivi compreso, quindi, il riferimento al rischio di “sostenibilità” – contribuisce con evidenza a quel processo di “*metamorfosi della governance bancaria*” già evidenziato dalla dottrina più attenta²⁸. Processo che, a parere di chi scrive, innanzitutto nella progressiva “ibridazione” delle funzioni di amministrazione e di controllo, ancor più con riferimento al rischio, trova la sua chiave di volta

Tali funzioni, in particolare, vedono fondersi i propri tratti essenziali, innanzitutto nelle banche e grazie quindi alla normativa comunitaria e nazionale menzionata, in una più ampia concezione di funzione imprenditoriale²⁹ bancaria, e divengono così oggetto di una costante opera di aggiornamento e rivisitazione, condotta tramite una rilettura degli organi di riferimento, chiamati tanto per cominciare a mettere in pratica il dettato sostenibile, ad esempio rispettando una adeguata composizione quanti-qualitativa sia in tema di competenze dei consiglieri

²⁶ Tali temi sono stati oggetto di discussione e approfondimento nel corso del XXXI Convegno di studio “Adolfo Beria di Argentine” su problemi attuali di diritto e procedura civile intitolato *La banca nel nuovo ordinamento europeo: luci e ombre* (Courmayeur, 22/23 settembre 2017). Tra i vari autori che si sono occupati dell’argomento si segnalano, di recente e oltre a quelli già indicati o segnalati nelle note che seguono, CALANDRA BUONAURA, *Il ruolo dell’organo di supervisione strategica e dell’organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2015, 19 ss.; CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001; ID., *Il buon governo delle banche tra autonomia privata e vigilanze pubbliche*, in *Riv. soc.*, 2015, 947 ss.; COSTI e VELLA, *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, 2008, n. 62, reperibile sul sito istituzionale della Banca d’Italia; MONTALENTI, *Il sistema dei controlli interni nell’ordinamento bancario*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 263 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle banche*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; SCOTTI CAMUZZI, *Le nuove Disposizioni di Vigilanza sul sistema dei controlli interni nelle banche. Un commento introduttivo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, 147 ss. e VELLA, *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca, impr., soc.*, 2014, 289 ss.

²⁷ Brevemente descritte al paragrafo che precede, dal rischio di credito, al rischio informatico al rischio di liquidità.

²⁸ CAPRIGLIONE e SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, op. cit.

²⁹ In argomento cfr. ANGELICI, *In tema di rapporti fra «amministrazione» e «controllo»*, in TEDESCHI (a cura di), *Saggi sui grandi temi della Corporate Governance*, Milano, 2013, 1 ss. e in ABBADESSA (a cura di), *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, Torino, 2015, 145 ss.

sia con riferimento al loro genere (elemento, questo, certamente apprezzabile ma forse strumentalizzato – nell’assenza di dati certi – e che in ogni caso parrebbe centrale, ad esempio, al fine di una piena *compliance* alla fattore “S” dell’ESG).

Altro profilo attratto dalla “calamita” della sostenibilità è, poi, con tutta evidenza, quello cruciale della politica di remunerazione e incentivazione, da intendersi e strutturarsi in coerenza con gli obiettivi ESG e con politiche di *business* di stampo *long term* (cfr. aggiornamento n. 37 alla Circolare 285) oltreché, parrebbe potersi dire, attente alle esigenze degli *stakeholders*.

In questo quadro, come brevemente anticipato, è centrale il ruolo dei comitati endo-consiliari, innanzitutto quello remunerazione e quello rischi (ma anche quello del suggerito comitato ESG), che diviene (quello rischi) chiave di volta del sistema di controllo dell’ente, oltreché referente “*per tutte quelle attività strumentali e necessarie affinché l’organo con funzione di supervisione strategica possa addivenire ad una corretta ed efficace determinazione del RAF (“Risk appetite framework”) e delle politiche di governo dei rischi*”³⁰. Quanto precede poiché in particolare nell’ambito del RAF, il comitato in parola deve infatti svolgere l’attività valutativa e propositiva necessaria affinché l’organo con funzione di supervisione strategica possa definire e approvare gli obiettivi di rischio (“*Risk appetite*”) e la soglia di tolleranza (“*Risk tolerance*”).

7. A fronte delle considerazioni che precedono va dunque evidenziata la capacità del “fattore rischio”, inteso nelle sue varie sfaccettature e in ultimo nella sua accezione di rischio di sostenibilità, di divenire da un lato elemento caratterizzante per l’impresa bancaria ma di concretizzare, dall’altro lato, una voce di “costo” forse eccessiva (se non attentamente contestualizzata) laddove rapportata a confini ancora lontani dall’essere chiaramente definiti, come nel caso

³⁰ Cfr. Circolare 285, Parte Prima.IV.1.21.

del perseguimento dei fattori ESG.

Il tema è di vertice, avendo potenziali conseguenze anche in punto *governance* e meriterebbe, a detta di chi scrive, massima attenzione. L'eccessiva glorificazione della sostenibilità, infatti, laddove letta in chiave di gestione del relativo rischio, potrebbe infatti comportare conseguenze tanto positive (predisposizione di modelli *market oriented* in quanto capaci di andare incontro alle esigenze di un mercato sempre più "green") quanto negative o, quantomeno, eccessivamente costose per gli intermediari (costretti a modellarsi, ora, su principi ESG ancora indefiniti), con conseguente ipotizzabile "allontanamento" dal settore bancario di operatori finanche finanziariamente più performanti ma meno apprezzabili dal punto di vista della sostenibilità.

A fronte di quanto precede, il problema oggi forse più urgente si traduce quindi nel quesito circa l'essenza stessa di un concetto – la sostenibilità – che, da nobile fine, si traduce altresì in nuovo parametro dell'azione gestoria (sempre che, tra l'altro e come suggerirei, il rispetto di tale principio non sia insito nel più ampio principio di corretta amministrazione³¹) e dell'attività dell'intermediario, di cui orienta con forza (e costi notevoli) le strutture operative e la responsabilità dei relativi amministratori³². Quanto precede, risultando peraltro oggi assai arduo sostenere che una banca non sostenibile possa dirsi gestita in maniera "sana e prudente", così come richiesto dalle norme europee e nazionali di riferimento.

Chiaro è che solo l'applicazione pratica, e protratta nel tempo, di queste nuove impostazioni porterà a comprendere la reale rilevanza del fenomeno sostenibilità e dei fenomeni ESG, così come del rischio a questo correlato, nel settore bancario.

³¹ Sul punto, per tutti, MONTALENTI, *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 139 ss.; nonché ID., I principi di corretta amministrazione: una nuova clausola generale, in AA. VV., *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, a cura di IRRERA, Bologna, 2016, 3 ss.

³² In argomento cfr. MONTALENTI e RIGANTI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 775 ss.

Per certo, il tema del *risk management*, connesso a quello della sostenibilità, non è “cosa da poco”: di sicuro non un semplice *#blabla*, quanto piuttosto un tema da affrontare con massima attenzione e auspicabile distacco da semplici mode o invaghimenti politici del momento, ancora in attesa di essere pienamente compresi e allineati con altre e altrettanto importanti esigenze di sistema³³.

Federico Riganti

*Ricercatore di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Torino*

³³ Si veda, sul punto, CAPRIGLIONE, *Finanza e politica nell'UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e impresa Europa*, 1/2021, 71 ss.

VARIETÀ

IL VOTO VINCOLANTE DEGLI AZIONISTI SULLA POLITICA DI REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI NELLE SOCIETÀ QUOTATE*

*(Shareholders' binding vote on directors' remuneration policy
in listed companies)*

ABSTRACT: *This study examines, also through a comparative law analysis, the impact of enhanced executive remuneration disclosure rules and the introduction of dual voting rights under Italian regulations of 2019 on the voting patterns of shareholders in the listed companies*

SOMMARIO: 1. *Premessa.* – 2. *I precedenti illustri dell'art. 123-ter t.u.f. (versione 2019): dal Director Remuneration Report Regulations alle Disposizioni di vigilanza per le banche.* – 3. *Evidenze empiriche: gli esiti del voto degli azionisti sulla relazione sulla remunerazione.* – 4. *Il voto degli azionisti sulla relazione sulla remunerazione.* – 5. *I limiti del voto vincolante sulla politica di remunerazione.* – 6. *Il voto sulla politica di remunerazione: uno strumento di “successo sostenibile” e di rivitalizzazione dell'assemblea? Il ruolo dell'Autorità di vigilanza.*

1. Conviene anzitutto precisare i caratteri e i limiti della presente trattazione, che consiste in un'analisi parziale e necessariamente disorganica di alcuni profili problematici del ruolo dell'assemblea nel processo di determinazione della remunerazione degli amministratori nelle società quotate. L'occasione per riflettere sul ruolo dell'assemblea in tale processo è data dal fatto che, con il recepimento della Direttiva n. 2017/828/CE (la c.d. Direttiva *Shareholders' Rights Directive II* o c.d. *SHRD II*) sui diritti degli azionisti¹, ad opera del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, e la conseguente riscrittura dell'art. 123-ter t.u.f., nelle società quotate – analogamente

*Contributo approvato dai revisori.

¹ La Direttiva *SHRD II* modifica la Direttiva 2007/36/CE (*Shareholders' Rights Directive* o c.d. *SHRD*), introducendo nuove misure volte a incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e a rafforzare la trasparenza delle informazioni che incidono sull'esercizio dei loro diritti di voto.

a quanto già disposto dalla legislazione di settore per le società bancarie² – il voto dell'assemblea sulla politica di remunerazione degli esponenti aziendali (cioè sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione) – sino alla stagione precedente, consultivo – è divenuto vincolante; ed è stato introdotto *ex novo* il voto – consultivo – degli azionisti sul *report* sui compensi corrisposti nell'esercizio precedente (ossia, sulla seconda sezione della relazione sulla remunerazione)³.

In tale prospettiva, occorre tenere subito presente che operano contemporaneamente discipline di portata generale, riguardanti tutte le società di capitali, e discipline di settore, dettate, alcune, per tutte le società quotate e, altre, solo per le società bancarie e assicurative. Al proposito, per esigenza di chiarezza e semplificazione del discorso, è opportuno ricordare che la norma di diritto comune in materia di remunerazione è l'art. 2389 c.c. Si tratta di una disposizione che ripartisce la competenza deliberativa tra l'assemblea e il consiglio di amministrazione e indica le forme di remunerazione ammesse. Nella specie, la norma dell'art. 2389 c.c.: (i) stabilisce che l'assemblea ordinaria è competente a determinare i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo⁴ (art. 2389, comma 1, c.c.) e, se lo statuto lo prevede, un importo complessivo per la remunerazione di tutti⁵ gli amministratori⁶ (art. 2389,

² In queste società, infatti, la regolamentazione di settore già prevedeva un voto vincolante sulle politiche di remunerazione (v., *infra*, sub §2).

³ Come è noto, l'art. 123-ter t.u.f. – sin dalla sua introduzione – stabilisce che le società quotate devono mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio, una relazione sulla remunerazione degli amministratori strutturata in due sezioni. La prima sezione (c.d. politica di remunerazione) illustra, con riferimento perlomeno all'esercizio successivo, la politica della società in materia di remunerazione degli esponenti aziendali, compresi gli organi di controllo, nonché le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione di tale politica. La seconda sezione (c.d. *report* sui compensi) descrive le voci che compongono la remunerazione di ciascun componente degli organi di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e, in forma aggregata, dei dirigenti con responsabilità strategiche.

⁴ In specie, il compenso dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo, se non è stabilito dallo statuto, è determinato: nel sistema tradizionale e in quello monistico, *ex artt.* 2364, comma 1, n. 3 e 2389, comma 1, c.c., dall'assemblea ordinaria all'atto della nomina; nel sistema dualistico, *ex art.* 2409-terdecies cod. civ., dal consiglio di sorveglianza, tranne che lo statuto non attribuisca tale competenza alla assemblea.

⁵ Inclusi, cioè, "gli amministratori investiti di particolari cariche". Per un quadro sulle fattispecie che possono rientrare nella locuzione "particolari cariche", v., per tutti, BONAFINI, *I compensi degli*

comma 3, ultima parte, c.c.)⁷; (ii) che il consiglio di amministrazione, sentito il collegio sindacale, è competente a fissare la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche (art. 2389, comma 3, prima parte, c.c.)⁸; (iii) che il compenso può essere corrisposto sotto forma di partecipazione agli utili e/o di diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione (c.d.

amministratori di società per azioni, Milano, 2005, 121 ss.; ID., *Sub art. 2389*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 356 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo appena un po' indiscreto sui pagamenti diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., della s.p.a. in favore dei propri amministratori*, in AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano, 2010, 109 ss. Di recente, la tesi della BONAFINI – secondo la quale l'“ultimo capoverso dell'art. 2389 cod. civ. finisce per concernere un'ipotesi a sé stante, e cioè quella in cui, in virtù dell'atto costitutivo e previa investitura consiliare, uno o più amministratori siano chiamati a svolgere mansioni ulteriori rispetto a quelle strettamente attinenti alla funzione gestoria, mansioni a fronte delle quali maturano pertanto il diritto ad una retribuzione autonoma e speciale che viene stabilita a cura del consiglio, sentito, con finalità anticollusiva e tuzioristica, il parere dell'organo di controllo” – è stata avallata da Trib. Roma, 15.05.2019, n. 10212.

⁶ Per un inquadramento sistematico dell'art. 2389, comma 1, c.c. alla luce dell'art. 2364, comma 1, n. 3 c.c. e dell'art. 2389, comma 3, c.c. (nella parte in cui legittima l'indicazione di un *plafond* globale da parte dell'assemblea), cfr. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, 97 ss.

⁷ Tale disposizione, introdotta nell'art. 2389 c.c. dalla riforma del 2003, recepisce una prassi societaria diffusa: quella, cioè, della fissazione ad opera dell'assemblea di un *plafond* retributivo. Tuttavia, essa ha dato luogo a qualche perplessità e ha prestato il fianco a due interpretazioni: l'una estensiva e letterale, l'altra restrittiva. Un indirizzo minoritario ritiene che “in difetto di una clausola autorizzante e quindi in base alla semplice disciplina legale, non dovrebbe ritenersi più ammessa la determinazione cumulativa di un *plafond* da parte dell'assemblea neppure con riferimento ai compensi-base”. La tesi maggioritaria afferma, invece, che l'introduzione di una siffatta clausola statutaria sarebbe “necessaria solo qualora si intenda riconoscere all'assemblea il potere di stabilire il tetto retributivo globale comprensivo anche della retribuzione degli amministratori muniti di speciali cariche istituzionali”. Sul punto, v. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, 113 ss., ove ulteriori riferimenti; ID., *Sub art. 2389*, in GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2005, 354-356.

⁸ È evidente che, se lo statuto assegna all'assemblea, ex art. 2389, comma 3, c.c., il potere di fissare un limite massimo ai compensi, è l'assemblea che determina un *plafond* complessivo per la remunerazione dell'intero consiglio di amministrazione e, di qui, indirettamente, la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche. Viceversa, se lo statuto nulla dispone, è il medesimo consiglio di amministrazione che stabilisce la remunerazione dei suoi membri investiti di particolari cariche: sicché, il rischio di conflitto di interessi e di autoreferenzialità è endemico. Sul problema del conflitto di interessi in cui versano gli amministratori nella determinazione del loro compenso, v., ancora, BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, 204 ss.; nonché CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, *Riv. soc.*, 2011, 716 s., il quale, dopo aver ricordato che l'amministratore destinatario della remunerazione è portatore di un interesse personale nella delibera e parte correlata della società, afferma che “la presenza del comitato per le remunerazioni serve a rendere le deliberazioni consiliari in materia di compensi più agevoli e più resistenti ad eventuali impugnazioni”.

stock options; art. 2389, comma 2, c.c.)⁹. Questa elencazione esemplificativa si traduce nella prassi nella creazione di molteplici forme di remunerazione¹⁰, costituenti, nel complesso, il c.d. pacchetto retributivo¹¹, a sua volta variamente articolato in base al ruolo ricoperto dall'amministratore in consiglio (es., amministratore delegato, presidente, vicepresidente, componente di un comitato endoconsiliare)¹².

È da tenere presente, tuttavia, che non ci si occuperà né della disciplina generale di cui all'art. 2389 c.c. né della struttura del pacchetto retributivo¹³. Piuttosto, si avvierà il discorso dai precedenti illustri dell'art. 123-ter t.u.f. e dalle evidenze empiriche dell'esercizio del voto e si procederà poi alla rovescia, soffermandosi, quindi, sulla portata dell'art. 123-ter t.u.f. (versione 2019) e chiedendosi, in particolare se il voto degli azionisti sulla relazione sulla

⁹ ZANARDO, *I piani di stock option dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 2006, 750 ss.

¹⁰ Così, CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in COLOMBO-PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, 4*, 54.

¹¹ In estrema sintesi, in genere, il pacchetto retributivo risulta articolato in due macro-componenti: la prima a breve termine; la seconda a lungo termine. All'interno di queste due macro-componenti sono poi individuabili una pluralità di voci, a loro volta, variamente presenti, strutturate e attribuite agli amministratori in base al ruolo ricoperto [per un'analisi sulla struttura della remunerazione degli amministratori, cfr., ad esempio, BROGI, *Le politiche di remunerazione nel sistema di "corporate governance"*, in *AGE*, 2014, 279 ss.; BARONTINI-BOZZI-FERRARINI, *Measuring Compliance with Executive Remuneration Standards at Controlled Corporations*, in *www.ecgi.org/wp*, 2016, 2 ss.; e, con particolare riferimento all'ordinamento inglese, v. CHEN-ZHU, *Directors' Remuneration in The United Kingdom*, in KOSTYUK-STIGLBAUER-GOVORUN (a cura di), *The Theory and Practice of Directors Remuneration New Challenges and Opportunities*, Bradford, West Yorkshire, 2016, 103 ss.]. La macro-componente dei compensi a breve termine, assegnata tendenzialmente agli amministratori non esecutivi o indipendenti, racchiude il salario-base e i *bonus* annuali; oltre tutta un'altra serie di voci remunerative [quali, ad esempio, il rimborso spese e le polizze assicurative sulla responsabilità civile. Sul punto, cfr., per tutti, BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, 314 ss.]. La macro-componente dei compensi a lungo termine, invece, include i c.d. compensi *equity* [per un quadro sui compensi *equity*, v. BEBCHUK-FRIED, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, (tradotto da SANTOSUOSSO), Torino, 2004, 145 ss. e 191 ss.]: ossia, l'assegnazione di *stock options* e/o di *restricted stock*; la distribuzione degli utili sotto forma di dividendi sottesi ad un piano di incentivazione a lungo termine; e, in via residuale, tutte le altre forme di remunerazione variabile strutturabili dall'autonomia privata. È quest'ultima componente che, in media, registra un peso preponderante nel pacchetto retributivo degli amministratori delegati o esecutivi.

¹² Cfr. ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2016)*, in *www.assonime.it*, 2021, 3, 68 ss.

¹³ Sul punto, sia consentito rinviare a RUGOLO, *Compensi variabili, claw back clauses e regolazione del rapporto di amministrazione*, in *Rivista di diritto societario*, 2017, 2, 385 ss.

remunerazione sia uno strumento realmente idoneo a rivitalizzare, tanto nelle società quotate quanto in quelle bancarie, l'assemblea come luogo di decisione (e non solo di informazione) dei soci, promuovendo per tal via l'efficienza della *corporate governance*, improntata ad una politica di "successo sostenibile". Il tutto non senza tralasciare di anticipare l'impressione che il legislatore del testo unico della finanza sembra essersi preoccupato (anche in questo caso) in maniera abbastanza marginale di recuperare l'effettiva centralità dell'assemblea e meno che mai di enfatizzare i diritti di *voice* degli azionisti; e che quello del testo unico bancario pare aver mirato ad accrescere i poteri (più che dei soci) della Banca di Italia, esautorando quelli del consiglio di amministrazione e dell'assemblea anche quando le esigenze di vigilanza avrebbero potuto non esigerlo.

2. Nel cominciare a concretizzare i propositi enunciati nel paragrafo precedente, è utile ripercorrere brevemente la storia del voto degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori e degli esponenti aziendali (c.d. *say-on-pay*).

Le origini del *say-on-pay* si riscontrano nel Regno Unito, dove, ai sensi della *sec. 439 del Company Act del 2006*¹⁴, l'assemblea delle società quotate – convocata per deliberare sul bilancio di esercizio – è chiamata ad approvare (quale punto separato all'ordine del giorno) un *report* sulla remunerazione degli amministratori¹⁵.

¹⁴ In merito, si rende opportuno un cenno alla storia della norma. Fino al *Company Act del 1985*, mancava ogni previsione in tema di diritti degli azionisti: la prima norma che affrontava in termini moderni la questione, la *sec. 234B*, prevedeva che le società quotate predisponessero, per ogni esercizio sociale, una relazione sui compensi degli amministratori e attribuiva ai medesimi azionisti il diritto di voto (consultivo) sull'approvazione del contenuto della predetta relazione. Tale norma è stata, successivamente, emendata dal *Director Remuneration Report Regulations del 2002* e, poi, trasfusa nel *Company Act del 2006*: più precisamente, nell'attuale *sec. 439*: cfr. VITALI, *Un documento di consultazione britannico per la riforma della disciplina dei compensi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2012, 586 s.

¹⁵ La norma è stata imitata: (i) dal § 120, *Abs. 4, AktG*, aggiunto al § 120 *AktG* dalla legge sulla adeguatezza del compenso del consiglio di gestione del 2009 [*Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung*]. Per un quadro sulla storia della norma, cfr. FLEISHER-BEDKOWSKI, „*Say on Pay*“ im deutschen Aktienrecht: Das neue Vergütungsvotum der Hauptversammlung nach § 120 *Abs. 4 AktG*, in *Aktiengesellschaft*, 2009, 677-680], ai sensi del quale "l'assemblea delle società quotate può deliberare sull'approvazione del sistema di compenso dei componenti del consiglio di gestione. La delibera non crea né diritti, né obblighi; in particolare non incide sui doveri

Nella versione originaria della norma si legge “*no entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed*”: di qui, la conclusione che la delibera è consultiva ovvero non vincolante¹⁶.

L’*Enterprise and Regulatory Reform Act* del 2013 ha modificato tale previsione, stabilendo che il voto degli azionisti sulla relazione sulla remunerazione degli amministratori è vincolante e che la detta relazione va sottoposta al voto dell’assemblea ogni tre anni e, comunque, ogni qual volta la società decida di modificarne il contenuto. Più in particolare, il § 23 *Companies Act* (2013) prevede che tale relazione debba indicare: (i) il numero dei voti espressi a favore e contro la relazione sulla remunerazione degli amministratori e il numero di quelli astenuti; (ii) il numero dei voti espressi a favore e contro la politica di remunerazione degli amministratori e il numero dei soci che si sono astenuti dal votarla; (iii) nel caso in cui la politica di remunerazione venga approvata con una significativa percentuale di voti contrari o venga bocciata, le motivazioni addotte a sostegno di tali risultati e, se note, le eventuali azioni che gli amministratori hanno intenzione di intraprendere per recepire le indicazioni dell’assemblea. La norma chiarisce poi che i soci

dell’*Aufsichtsrat* ex § 87. Essa non è impugnabile ai sensi del § 243” [in argomento, cfr. PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l’adeguatezza del compenso dei Vorstandsmitglieder*, in *Riv. soc.*, 2010, 12 ss.]; (ii) dalla *sec. 951 del Dodd-Frank Act*, novellato nel 2011, la quale “...impone agli amministratori di sottoporre al voto degli azionisti l’approvazione (a) dei contratti remunerativi”, stipulati dagli amministratori esecutivi nell’esercizio precedente, e (b) dei c.d. paracadute d’oro, concessi a questi ultimi in occasione di operazioni di riorganizzazione aziendale (es. acquisizioni e fusioni), precisando che “il voto *sub* (a) e (b) non è vincolante per la società o per il consiglio di amministrazione”. Nella specie, la *sec. 951* contiene l’espressa precisazione che la delibera dell’assemblea in oggetto debba costituire un punto separato all’ordine del giorno e che, in ogni caso, il voto degli azionisti: “i) non implica alcuna revoca da parte della società o del consiglio di amministrazione; ii) non incide sui doveri fiduciari della società o degli amministratori né iii) amplia i doveri fiduciari degli stessi; iv) non spiega alcun effetto vincolante sulla competenza degli azionisti in materia di remunerazioni”. È da evidenziare, inoltre, che la norma demanda alla SEC di indicare le informazioni da includere nelle sezioni (a) e (b) della *sec. 951*, con la conseguenza che essa si applica alle assemblee annuali convocate, per le società di maggiori dimensioni (e, cioè, con un flottante superiore a 75 milioni di dollari), dopo il 21 gennaio 2011, mentre, per le società di minori dimensioni, dopo il 21 gennaio 2013 [per un *excursus* sulla norma (dalla *Rule 14a-8* alla *sec. 951*), v., per tutti, THOMAS-PALMITER-COTTER, *Frank-Dodd’s Say on Pay: Will It Lead to a Greater Role for Shareholders in Corporate Governance?*, in *www.ssrn.com*, 2012, 1217-1226, dove altri riferimenti].

¹⁶ In tal senso, *ex multis*, CONYON-SADLER, *Shareholder Voting and Directors’ Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the UK*, in *www.ssrn.com*, 2009, 7.

deliberano in modo: (i) vincolante, sulla politica di remunerazione che sarà adottata dalla società; (ii) consultivo, sulle modifiche apportate alla politica di remunerazione, rispetto a quella votata l'anno precedente; (iii) vincolante, sulla c.d. indennità di fine carica, qualora l'importo di questa ecceda il compenso annuale.

L'opzione del voto vincolante sulla relazione sulla remunerazione – in essere sin dal 2004 nell'ordinamento olandese¹⁷ – viene introdotta – in ottemperanza all'obbligo di recepire la Direttiva del 2017 e con i dovuti distinguui¹⁸ – anche in altri paesi europei (ad. es., Francia, Belgio, Italia), seppur non in tutti (ad es., Germania).

Ad esempio, l'*Article* L22-10-8 *Code de commerce* francese assegna all'assemblea dei soci il diritto di votare, ogni anno e comunque in occasione di ogni modifica (*ex ante*) sulla politica di remunerazione e (*ex post*) sui compensi assegnati o corrisposti nell'esercizio precedente, prevedendo: (i) che, se l'assemblea esprime un voto negativo sulla politica di remunerazione, continua ad applicarsi quella precedentemente approvata e il consiglio di amministrazione è tenuto a sottoporre all'approvazione della successiva assemblea una politica di remunerazione modificata in modo da tenere conto delle osservazioni degli azionisti; (ii) che, viceversa, se l'assemblea esprime un voto negativo sulla politica di remunerazione, in assenza di una politica di remunerazione approvata, la remunerazione è determinata in conformità con quella concessa nell'esercizio precedente o in conformità con le pratiche esistenti in società. Grava in capo al consiglio di amministrazione l'obbligo di modificare la politica di remunerazione e portarla all'approvazione dell'assemblea successiva; (iii) in ogni caso, in mancanza della politica di remunerazione, a pena di nullità, la società non può determinare né assegnare né pagare alcun compenso (neppure sotto forma di indennità di fine

¹⁷ Un cenno sull'esperienza olandese anche in CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori*, cit., 721, dove altri riferimenti.

¹⁸ Circa la diversa regolamentazione del *say-on-pay* tra i vari Paesi, cfr. THOMAS-VAN DER ELST, *The International Scope of Say on Pay*, in www.ecgi.org/wp, 2013, 1 ss., i quali, fra l'altro, ricollegano le differenze normative presenti alla struttura societaria in essere e, in specie, alla sussistenza di regimi a proprietà concentrata o diffusa.

carica, *benefit*, gettoni di presenza). Resta fermo tuttavia che, in circostanze eccezionali, il consiglio di amministrazione può derogare all'applicazione della politica di remunerazione approvata¹⁹.

Situazione analoga si riscontra in Belgio, ove, ai sensi dell'Article 7:89/1 *Belgian Companies and Associations Code* (BCAC) e del principio 7 *Belgian Corporate Governance Code 2020* (Code 2020)²⁰, a partire dall'esercizio 2021, l'assemblea è chiamata ad esprimere, ogni quattro anni²¹, un voto vincolante sulla politica di remunerazione ed uno consultivo sul *report* sui compensi corrisposti.

Passando all'ordinamento italiano, il precedente del voto vincolante di cui all'art. 123-ter t.u.f. (versione 2019) si riscontra nelle Istruzioni di vigilanza per le banche (già Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari)²² – emanate in attuazione dell'art. 53 t.u.b. (norma di riferimento per l'attività di vigilanza regolamentare). In particolare, nel §1, Sezione II, Capitolo 2, Titolo IV, rubricato "Ruolo dell'assemblea", si legge che: "lo statuto prevede che l'assemblea ordinaria, oltre a stabilire i compensi spettanti agli organi dalla stessa nominati, approvi: i. le politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei componenti degli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo e del restante personale; ii. i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (es. *stock option*); iii. i criteri per la determinazione degli importi eventualmente da accordare in caso di conclusione anticipata del rapporto di lavoro o di cessazione anticipata dalla carica

¹⁹ A tal fine, la deroga deve essere temporanea, coerente con l'interesse della società e necessaria per garantire la continuità o la redditività sociale.

²⁰ Tali norme sono state modificate dalla legge 28.4.2020, con la quale il legislatore belga ha recepito la Direttiva sui diritti degli azionisti del 2017. In argomento, cfr., ad es., SELLESLAGS-HEENE-DAOUT-SIMONS-BERGER, *Belgian Act of 28 April 2020 transposing the Shareholders' Rights Directive II and remediating the Belgian Companies and Associations Code - new rules and impact*, in www.dlapiper.com, 2020, 1 ss.

²¹ In argomento, cfr. SELLESLAGS-SIMONS-DAOUT-HEENE, *Remuneration reporting for listed companies in Belgium: new look and feel*, in www.dlapiper.com, 2021, 1 ss.

²² Con tali Istruzioni, adottate, nel novembre 2014 con il 7° Aggiornamento della Circolare n. 285 del 17.12.2013, in attuazione degli artt. 53 e 67 t.u.b., da Banca di Italia si sono abrogate le Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari.

di tutto il personale, ivi compresi i limiti fissati a detti importi in termini di annualità della remunerazione fissa e l'ammontare massimo che deriva dalla loro applicazione"²³.

3. In questo contesto, prima di soffermarsi sulla portata del voto vincolante, è utile indugiare sull'esito del voto degli azionisti sulla relazione sulla remunerazione espresso in occasione delle assemblee tenute subito dopo la riscrittura dell'art. 123-ter t.u.f.: ossia, nel corso del 2020.

Uno studio condotto su un campione di cento società quotate italiane a più elevata capitalizzazione ha evidenziato l'incremento, rispetto all'esercizio precedente, – oltre che della partecipazione assembleare²⁴ – del consenso degli azionisti – e, in specie, di quelli istituzionali (pari circa al 63,1%²⁵) – sulle politiche di remunerazione²⁶.

²³ La disposizione precisa poi: al secondo capoverso, che: “solo se previsto dallo statuto, in sede di approvazione delle politiche di remunerazione e incentivazione, l'assemblea delibera sull'eventuale proposta dell'organo con funzione di supervisione strategica di fissare un limite al rapporto tra la componente variabile e quella fissa della remunerazione individuale superiore a 1:1, secondo quanto stabilito nella Sezione III, par. 1”; e al terzo, che “nel caso di gruppi, l'assemblea competente a deliberare sulla proposta di fissare un limite superiore a 1:1 è quella della banca in cui opera il personale a cui la decisione si riferisce. La società capogruppo può esprimere voto favorevole sulla proposta di aumento del limite sottoposta all'approvazione dell'assemblea di una banca del gruppo soltanto se la politica di remunerazione del gruppo (approvata dall'assemblea della capogruppo) consente alle banche del gruppo di elevare detto limite o se l'assemblea della capogruppo si è comunque espressa favorevolmente in questo senso”.

²⁴ La ragione sta, probabilmente, nel fatto che, a causa dei provvedimenti adottati per contenere la diffusione del virus Covid-19, il legislatore ha consentito che la partecipazione degli azionisti alle assemblee delle società quotate potesse avvenire esclusivamente tramite il conferimento di deleghe a un Rappresentante Designato o tramite forme di voto a distanza (d.lgs. 17 marzo 2020, n. 18, c.d. Decreto Cura Italia). In particolare, la quasi totalità delle assemblee successive alla data di entrata in vigore del decreto (92% dei casi) si è svolta senza la partecipazione fisica degli azionisti, i quali hanno trasmesso la delega di voto al Rappresentante Designato. I meccanismi di voto a distanza, di cui il Decreto Cura Italia ha favorito l'utilizzo anche in assenza delle necessarie previsioni statutarie delle singole società, sono stati invece utilizzati in pochi casi.

²⁵ Nel 2019, il voto positivo degli investitori istituzionali era pari al 54,5%.

²⁶ Cfr. LINCiano-CIAVARELLA-DI STEFANO-SIGNORETTI-PIERANTONI-DELLA LIBERA-FRASCA, *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2020*, in *www.consob.it*, 2021, 59 e s. Notano gli Autori che, nel 2020, è intervenuto in assemblea in media il 73,6% del capitale sociale e gli investitori istituzionali hanno rappresentato in media il 22,2% del capitale sociale, facendo registrare un incremento di quasi due punti percentuali rispetto all'anno precedente. Le banche e le assicurazioni e i fondi di investimento italiani, la cui

Da detto studio emerge, più nel dettaglio, che gli azionisti hanno approvato la politica di remunerazione con il voto favorevole dei due terzi del capitale sociale (detenuto, il 15,6%, dagli investitori istituzionali e, il 50,4%, dagli altri investitori) e del 90% del capitale sociale rappresentato in assemblea (composto per il 22,3% dagli investitori istituzionali e per il 66,9% dagli altri investitori). Emerge altresì che il dissenso sulla politica di remunerazione è diminuito rispetto all'esercizio precedente²⁷, essendo i voti contrari e le astensioni (considerate nello studio equivalenti a una manifestazione di dissenso) pari circa all'8% del capitale sociale detenuto, principalmente dagli investitori istituzionali²⁸. Fra l'altro, solo in un caso, l'assemblea ha bocciato la politica di remunerazione.

In particolare, la ricerca nota che la diminuzione del dissenso è maggiormente evidente negli emittenti medi e grandi, ove, rispetto alle azioni detenute dagli azionisti istituzionali, i voti contrari sono pari (non più al 36,5%, ma) al 30,2%, nelle società del Ftse Mib, e (non più al 49,2%, ma) al 42,8%, nelle società a media capitalizzazione. La tendenza inversa si riscontra, al contrario, nelle società più piccole e nelle società finanziarie, atteso che qui nel 2020 si è registrato un

partecipazione pari all'1,9% del capitale sociale è rimasta pressoché stabile rispetto al 2019, hanno preso parte al maggior numero di adunanze dal 2012 (86 assemblee, più del doppio rispetto al 2012-2013) e con un numero medio di azioni pari al 3% dell'assemblea. La partecipazione di investitori istituzionali esteri, pari al 20,3% del capitale sociale, è invece leggermente aumentata rispetto all'anno precedente, così come il numero medio di azioni possedute, pari al 29,3% di quelle rappresentate in assemblea, mentre il numero di assemblee a cui hanno partecipato è sceso a 98 (era pari a 100 nel 2019).

²⁷ Sul punto, cfr. LINCiano-CIAVARELLA-SIGNORETTI-DELLA LIBERA, *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2019*, in www.consob.it, 2020, 6 e s.; e LINCiano-CIAVARELLA-SIGNORETTI-DELLA LIBERA, *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane 2017*, in www.consob.it, 2018, 4 e s.

²⁸ Ad esempio, in Recordati Industria Chimica e Farmaceutica S.p.A., l'Assemblea degli Azionisti del 29 aprile 2020 ha espresso un voto favorevole (pari all'84,85%) sulla Sezione I della Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui Compensi Corrisposti pubblicata nel 2020, registrando il 14,87% di voti contrari. Le motivazioni contrarie hanno riguardato principalmente l'aumento delle opportunità di *bonus* per l'Amministratore Delegato e per il *Group General Manager*, le indennità di *severance* superiori alle *best practice* di mercato per gli stessi, l'assenza di un *cap* alla retribuzione variabile di lungo termine e il *vesting period* del *Piano di Stock Option* 2018-2020 inferiore ai 3 anni per il 25% delle opzioni assegnate: così, RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA S.P.A., *Relazione sulla Politica in materia di Remunerazione e sui compensi corrisposti*, in www.recordati.it, 2021, 13.

dissenso più alto di quelli riscontrati a partire dal 2012; e ciò nonostante la diminuzione, rispetto al 2019, del voto contrario, espresso dagli investitori istituzionali (pari al 34,9%).

Lo studio evidenzia altresì una tendenza di favore anche con riferimento al voto consultivo sul *report* sui compensi corrisposti dalla società. Invero, sempre nel 2020, il voto positivo degli azionisti è pari al 66,4% del capitale sociale e al 90% dei voti espressi in assemblea; e quello degli investitori istituzionali al 66,3%. Analogamente a quanto riscontrato con riferimento al voto sulla politica di remunerazione, le manifestazioni di dissenso, pari al 34,8% dei voti espressi in assemblea, si riscontrano in prevalenza negli emittenti con capitalizzazione più bassa e nei settori finanziario e industriale.

Ad uno sguardo di insieme, si può notare, infine, che, nel 2020, cinquantadue (su cento) società quotate manifestano un dissenso più alto sulla politica di remunerazione rispetto a quello espresso sul *report* sui compensi corrisposti, con differenze pari, in media, al 4,9% dell'assemblea e al 16,4% dei voti degli investitori istituzionali. Invece, trentadue (su cento) società quotate hanno votato negativamente il *report* sui compensi corrisposti. Fra l'altro, nelle società ad azionariato diffuso, il dissenso degli investitori istituzionali sul totale delle azioni possedute è minore per entrambe le votazioni rispetto a quello rilevato nelle società in cui è presente un azionista o una coalizione di soci di controllo, essendo pari, rispettivamente, al 19,9% sulla politica di remunerazione e al 15,1% sui compensi corrisposti. Per contro, sedici (su cento) società quotate hanno riportato risultati coincidenti nelle due votazioni.

4. Come anticipato, con l'approvazione del d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, e la riscrittura dell'art. 123-ter t.u.f., viene recepita nell'ordinamento italiano la disciplina in materia di remunerazione dei componenti degli organi di amministrazione, direzione e controllo, contenuta nella *Shareholders' Rights*

Directive II.

La nuova disciplina – che in parte era già stata anticipata dalla disciplina nazionale, introdotta e sviluppata a livello legislativo, regolamentare e autodisciplinare²⁹ –, oltre a consolidare il quadro nazionale esistente in tema di remunerazione degli amministratori, introduce, in linea con la disciplina speciale applicabile alle banche, il voto vincolante degli azionisti sulla politica di remunerazione, nonché quello consultivo sul *report* dei compensi corrisposti nell'esercizio precedente, con l'obiettivo di rafforzare il ruolo degli azionisti nel processo di determinazione delle remunerazioni, incrementando così la c.d. *pay for performance*.

La novità dirompente dell'art. 123-ter t.u.f. (versione 2019) sta nel fatto che il legislatore attribuisce agli azionisti un doppio voto: il primo, (non più consultivo, ma) vincolante, sulla politica di remunerazione, da esercitare con la periodicità prevista dalla politica stessa e comunque almeno ogni tre anni o in presenza di ogni sua modifica; il secondo (introdotta *ex novo*), consultivo, sul *report* dei compensi corrisposti, da esprimere, con cadenza annuale, in occasione dell'assemblea convocata per approvare il bilancio di esercizio.

La norma precisa poi che la società corrisponde compensi solo in conformità con l'ultima politica di remunerazione approvata dai soci, con la conseguenza che se l'assemblea boccia la politica di remunerazione, la società può remunerare gli amministratori conformemente alla precedente politica approvata o alla prassi di mercato. Resta fermo comunque l'obbligo degli amministratori di modificare la politica di remunerazione e sottoporla di nuovo al voto degli azionisti in occasione della adunanza convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio.

L'attribuzione agli azionisti delle società quotate di tali diritti di voto – e, in

²⁹ Il riferimento corre all'autodisciplina sulla *corporate governance* che si è tradotta, a partire dal 1999, nel Codice di autodisciplina e, da ultimo, nell'approvazione, a novembre 2020, del “nuovo” Codice di *Corporate Governance* delle società quotate, applicato, per la prima volta nel corso del 2021, e oggetto di evidenza da parte delle società nella relazione sul governo societario che sarà pubblicata nel corso del 2022.

specie, di quello vincolante sulla politica di remunerazione – induce a chiedersi se tale disciplina innovativa introduca una deroga implicita all'art. 2389 c.c. e all'art. 123-ter t.u.b., nella parte in cui assegnano la competenza a decidere, rispettivamente, i compensi spettanti agli amministratori investiti di particolari cariche e la politica di remunerazione (ed è responsabile della sua corretta attuazione) al consiglio di amministrazione.

La risposta è negativa. In assenza di una disposizione espressa (ed anzi in presenza di indici normativi diversi), non si vede come potrebbe farsi discendere dall'esercizio del diritto di voto, sebbene vincolante, sulla politica di remunerazione l'imputazione della paternità e della responsabilità per l'adozione di tale atto in capo all'assemblea.

Infatti, a ben vedere, la delibera assembleare ex art. 123-ter, comma 6°, t.u.f. non rappresenta l'atto finale dell'intero procedimento remunerativo – di quello, cioè, che: (a) inizia con la redazione da parte del consiglio di amministrazione, di concerto con il comitato per la remunerazione, della politica di remunerazione; (b) passa attraverso la relativa approvazione assembleare; (c) si conclude con l'effettiva attuazione di detta politica ad opera, di nuovo, del consiglio di amministrazione ex art. 2389, comma 3, c.c.³⁰ –, bensì si inserisce in questa sequenza procedimentale, costituendone una c.d. *sub*-fase. Sicché, la valutazione che l'assemblea esprime, attraverso l'esercizio del diritto di voto, sulla politica di remunerazione integra un ulteriore momento del procedimento decisionale del sistema di remunerazione e, da un punto di vista tecnico, ne rappresenta una *sub*-fase o, meglio, un *sub*-procedimento che si colloca – senza derogarlo, ma anzi integrandolo – nel solco dell'art. 2389, comma 3, c.c.

Questo *sub*-procedimento inizia con la messa a disposizione della relazione

³⁰ Discorso diverso potrebbe essere fatto qualora si optasse per redigere due relazioni sulla remunerazione: la prima avente ad oggetto la politica di remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo di cui all'art. 2389, comma 1°, cod. civ.; la seconda, quella degli amministratori investiti di particolari cariche. Nel primo caso, la politica di remunerazione verrebbe attuata dall'assemblea, nel secondo dal consiglio di amministrazione.

sulla remunerazione *ex art. 123-ter*, comma 1°, t.u.f., prosegue con l'analisi (volta ad accertare, in generale, la rispondenza tra la strutturazione del sistema di remunerazione e gli interessi della società) del documento "politica di remunerazione" e la discussione assembleare, e si conclude con la votazione degli azionisti.

Corollario di tale impostazione è la costruzione del voto in esame in termini di un *parere*, di matrice amministrativa, espressione di attività consultiva e avente contenuto di giudizio.

Essendo il voto obbligatorio (ma ciò, *mutatis mutandis*, vale anche per quello consultivo sul *report* sui compensi corrisposti), il consiglio di amministrazione, prima di procedere all'attuazione della politica di remunerazione, ha l'obbligo di richiederlo *alla* ed acquisirlo *dall'*assemblea; e non può disattendere le risultanze del parere assembleare³¹. In ciò, però, non potrebbe scorgersi un argomento contrario alla deroga implicita della competenza del consiglio di amministrazione *ex art. 2389*, comma 3, c.c. e *art. 123-ter* t.u.f., dal momento che l'attuazione – e, cioè, l'adozione dell'atto finale del procedimento remunerativo –, seppure, per così dire, vincolata, spetta, in ogni caso, all'organo competente, *alias* all'organo amministrativo.

Anzi, proprio perché l'assemblea non è competente a stabilire la remunerazione dell'intero consiglio di amministrazione né la politica di remunerazione, il voto vincolante è (*rectius*, potrebbe essere) idoneo ad accordarle la possibilità di valutare e giudicare *anche* il sistema di remunerazione prescelto *da* e *per* gli amministratori investiti di particolari cariche e, nel complesso, la politica di remunerazione. Il tutto senza svuotare la competenza del consiglio di amministrazione – che, come visto, resta, in ogni caso, l'unico organo competente

³¹ È chiaro che, ove ne sussistessero i presupposti di legge, i soci assenti, dissenzienti o astenuti e i componenti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, potrebbero impugnare la deliberazione assembleare di contenuto negativo, idonea, in fatto, a bloccare l'attuazione della politica di remunerazione.

ad attuarne la politica di remunerazione –, ma “solo” limitando la discrezionale e incontrollata auto-attribuzione (specialmente, nelle società quotate non sottoposte al controllo dell’autorità di vigilanza) dei compensi da parte dei soggetti (appunto, gli amministratori) beneficiari degli stessi.

5. Nell’impianto volto ad allineare gli interessi degli amministratori con quelli della società attraverso l’attribuzione agli azionisti del diritto di votare, in modo vincolante, la politica di remunerazione e, in modo consultivo, il rapporto sui compensi corrisposti nell’anno precedente potrebbero scorgersi quattro limiti (due strutturali/ordinari, due potenziali/eccezionali) all’adeguatezza di tale strumento di *governance* a rivitalizzare l’assemblea dei soci.

Il primo limite, strutturale, sta nel fatto che gli azionisti potrebbero esercitare tale diritto di *voice* in modo non adeguatamente consapevole perché o basano la valutazione solo alcuni elementi contenuti nella relazione sulla remunerazione (es. l’entità del compenso) o “influenzati” dalle istruzioni di voto degli investitori istituzionali.

Invero, si è notato³² che sovente i soci hanno votato a favore o contro la politica di remunerazione e il *report* sui compensi corrisposti in base al *quantum* di compenso attribuito all’amministratore delegato e agli amministratori esecutivi, bocciando quelle relazioni sulla remunerazione contenenti compensi (ritenuti) eccessivi. La ragione di un tale comportamento di voto potrebbe ragionevolmente spiegarsi in funzione del fatto che le relazioni sulla remunerazione descrivono (anche) graficamente (es. sotto forma di tabella o di diagramma a barre o a torta) i compensi corrisposti (o da corrispondere), rendendo l’informazione sul *quantum* facilmente accessibile e comprensibile, oltre che dotata di una spiccata capacità “attrattiva”.

³² In questo senso, cfr. GERNER-KIRCHMAIER, *Say on Pay: Do Shareholders Care?*, in *www.ssrn.it*, 2018, 1 e ss.

Il nodo è però che l'entità del compenso non è un indice assoluto della "bontà" della politica di remunerazione in termini di allineamento degli interessi degli amministratori con l'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo termine e del "successo sostenibile" della società; e che, viceversa, altri dovrebbero essere gli elementi tenuti in considerazione dai soci nell'approvare o bocciare la relazione sulla remunerazione (es. la struttura del pacchetto retributivo; *cap* alla componente variabile e/o all'indennità di fine carica; *claw back clauses*). Fra l'altro, la società (*rectius*, il consiglio di amministrazione), per elaborare la relazione sulla remunerazione e metterla a disposizione dei soci, sopporta ingenti costi, che, a fronte della correlazione tra il voto e gli elementi di valutazione, potrebbero apparire ingiustificati.

Il secondo limite, anch'esso strutturale, concerne – rilevano alcuni³³ – il potenziale aumento di comportamenti di *insider trading* che gli amministratori potrebbero attuare per "compensare" le possibili perdite che gli amministratori potrebbero essere chiamati a sopportare (in termini di minore remunerazione) a seguito del voto vincolante sulla politica di remunerazione. Voto, questo, che pare sottendere una correlazione direttamente proporzionale tra introduzione di siffatto strumento nelle società ad azionariato disperso e diminuzione dei livelli retributivi.

Gli altri due limiti, potenziali, attengono ai margini di derogabilità contenuti nell'art. 123-ter, commi 3-bis e 3-ter, t.u.f., sulla riga di quanto previsto negli ordinamenti stranieri (es. francese, belga).

Infatti, per un verso, qualora l'assemblea bocci la politica di remunerazione, la norma consente alla società di continuare a corrispondere remunerazioni conformi alla più recente politica di remunerazione approvata dall'assemblea o, in mancanza di siffatta politica (perché o non approvata o antecedente il triennio) conformi alle prassi vigenti. Per altro verso, "in presenza di circostanze eccezionali",

³³ Così, BOURVEAU-BROCHET-FERRI-SUN, *Say on Pay Laws and Insider Trading*, in www.ssrn.it, 2021, 1 ss.

l'art. 123-ter, commi 3-bis, t.u.f. permette alla società di derogare temporaneamente alla politica di remunerazione approvata, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica derogabili.

La portata elastica della locuzione “in presenza di circostanze eccezionali” e i contorni vaghi delle “circostanze eccezionali”, estese *ex lege* a tutte le situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria “ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato”, in uno e con l'indeterminatezza degli elementi della politica derogabili e delle condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata (rimessi alla discrezionalità delle singole società: *rectius*, del consiglio di amministrazione) e con la incertezze interpretative legate alla prima applicazione della normativa, avvenuta peraltro nel periodo di emergenza sanitaria da Covid-19, spiegano perché la facoltà di derogare alla politica di remunerazione è prevista dal 61% delle società quotate italiane (e, in specie, dal 74% delle società appartenenti al FTSE Mib, dal 53% dalle Small Cap e dal 76% delle società finanziarie)³⁴.

La prassi che si è sviluppata nell'imminenza della riscrittura dell'art. 123-ter t.u.f. ha individuato i presupposti legittimanti la deroga alla politica di remunerazione approvata dall'assemblea: (a) nella necessità di attrarre o trattenere talenti, anche erogando c.d. *bonus* di ingresso o a fini di *retention*; (b) nella possibile revisione di parametri di *performance* (o dei *gate* di accesso) del piano di incentivazione per tenere conto di eccezionali circostanze esterne; (c) nell'opportunità di premiare sforzi/*performance* eccezionali, in relazione ad eventi/casi non pienamente/adequatamente previsti dalla politica; (d) nella necessità di far fronte a circostanze idonee ad impattare significativamente sui

³⁴ Così ASSONIME, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2020)*, in www.assonime.it, 2021, 3, 83.

risultati aziendali (es. variazioni dei principi contabili; operazioni straordinarie non precedentemente pianificate; modifiche all'assetto organizzativo, gestionale o amministrativo della società; eventi straordinari di particolare gravità)³⁵; (e) *sic et simpliciter*, nelle "situazioni in cui la deroga è necessaria ai fini degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato"³⁶.

Queste previsioni sembrano rispondere alla volontà di assicurare la massima flessibilità alla politica di remunerazione, proteggendo la società dal numero più ampio di sopravvenienze; ma rischiano di svuotare di contenuto il voto vincolante dell'assemblea su detta politica, finendo per trasformarlo in uno strumento di stile. E ciò in quanto in sostanza il legislatore rimette alla discrezionalità del consiglio di amministrazione: (i) la determinazione della clausola legittimante la deroga; (ii) la verifica della corrispondenza tra l'evento realmente accaduto e i presupposti legittimanti l'attivazione della clausola derogatoria; (iii) la facoltà di attivare la clausola una volta accertata la corrispondenza tra l'evento dedotto in contratto e quello in concreto verificatosi; (iv) la valutazione soggettiva connessa alla determinazione del compenso "aggiustabile" in deroga a quanto già approvato (es. modificando la componente fissa e/o variabile della remunerazione; le previsioni relative all'entità dei trattamenti in caso di cessazione della carica o di risoluzione del rapporto di lavoro).

Ora, per evitare che la discrezionalità amministrativa si trasformi in arbitrio, l'assemblea dovrebbe approvare una politica di remunerazione che costruisca la clausola che consente di derogare siffatta politica in modo da "consegnare" all'organo amministrativo (o al comitato remunerazioni) il potere (non di

³⁵ Lo studio di evidenza che tali facoltà di deroga ricorrono, la prima, nel 48 casi, pari al 36% del numero totale di società che prevede facoltà di deroga; la seconda, nel 39 casi, pari al 29% del totale; la terza nel 35 casi, pari al 26% del totale; nella quarta, nel 61% delle società che prevedono la facoltà di deroga.

³⁶ In molte società, l'individuazione delle circostanze che consentono la deroga avviene attraverso il richiamo alla formula utilizzata nella Direttiva del 2017.

individuare le circostanze legittimanti la deroga, ma): (i) di verificare se gli elementi concreti presentino o meno il valore di una circostanza legittimante la deroga; (ii) di specificare, da un punto di vista tecnico, i presupposti di applicazione delle circostanze derogatorie e l'erogazione del compenso modificato secondo i parametri definiti *ex ante* (e già approvati). Una deroga alla politica di remunerazione di tal genere risulterebbe idonea a restringere e ricondurre la competenza "decisionale" dell'organo amministrativo nell'ambito dei confini predeterminati e approvati dai soci in sede di voto *ex art. 123-ter*, comma 3-*bis*, t.u.f.

6. Il discorso svolto induce due considerazioni conclusive.

La prima è che il nuovo testo dell'art. 123-*ter* t.u.f. determina la ricomprensione della politica di remunerazione nel paradigma del "successo sostenibile". Invero, detto paradigma, sostanziandosi "nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società"³⁷, viene elevato a primario obiettivo dell'organo amministrativo nella guida, non soltanto della società, ma dell'intero gruppo a cui questa "fa capo". Ciò vuol dire che lo scopo della grande impresa, non deve essere più rintracciabile (soltanto) nella creazione di valore per gli azionisti, ma si sposta verso la più ampia dimensione del "successo sostenibile", ove il profitto è l'auspicabile prodotto della ragion d'essere dell'impresa societaria, ma non si identifica più integralmente con essa.

Tale scopo – si è notato³⁸ – non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, quale scopo e mezzo del contratto di società derivante dall'art. 2247 c.c., ma arricchisce la platea degli

³⁷ Così, il Codice di *Corporate Governance* 2020, *Definizioni*.

³⁸ TOMBARI-LUCIANO, *Il "nuovo" Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, in *Il Societario*, 2020, 2 ss.; COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 9° rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*, in *www.borsaitaliana.it*, 2021, 3 s.

interessi che gli amministratori dovrebbero considerare nella definizione delle strategie dell'impresa, nell'attività di esame e approvazione del piano industriale, nella definizione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, nonché (e per l'appunto) nelle politiche di remunerazione. In particolare, l'integrazione dell'obiettivo del successo sostenibile nelle politiche di remunerazione degli amministratori, degli organi di controllo e del *top management* richiede – come, del resto, raccomanda l'autodisciplina – che queste siano “funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società”³⁹; e che le società definiscano gli obiettivi di *performance* delle componenti variabili avendo cura che essi siano “coerenti con gli obiettivi strategici della società e (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari”⁴⁰ (come, ad es., la riduzione delle emissioni di CO²).

La seconda conclusione è che l'approvazione della relazione sulla remunerazione da parte degli azionisti non pare inverare uno strumento idoneo a rivitalizzare effettivamente il ruolo dell'assemblea come luogo di decisione dei soci: come luogo, cioè, ove gli azionisti, adeguatamente informati, concorrano costruttivamente al processo decisionale del sistema di remunerazione e, di qui, a promuovere una migliore *governance* societaria. E ciò – seppur per ragioni diverse – né nelle società quotate né in quelle bancarie.

Invero, nelle prime, pare ancora valida – seppur basata su indici diversi (v., *retro*, sub §5) – l'impressione espressa nel vigore del vecchio testo dell'art. 123-ter t.u.f. – e fondata anche su tutta una altra serie di disposizioni sparse nell'articolato del testo unico sulla finanza⁴¹ – secondo cui il legislatore si fosse preoccupato, sempre in maniera abbastanza marginale, di rivitalizzare l'assemblea dei soci e meno che mai di enfatizzare i diritti di *voice* degli azionisti, mirando, viceversa, a

³⁹ Cfr. Codice di *Corporate Governance* 2020, *Principio XV*.

⁴⁰ Così, Codice di *Corporate Governance* 2020, *Principio IV*.

⁴¹ Tra queste, ad esempio, quelle in tema di: circolazione delle azioni; azione di responsabilità promossa da una minoranza; riconoscimento di maggiore autonomia ai soci nella regolazione della struttura societaria; offerta pubblica di acquisto; *proxy fight*.

incrementare e specificare gli obblighi informativi che gli amministratori devono divulgare ai soci in funzione della periodica riunione assembleare, al fine, non di valorizzare la partecipazione sociale (*id est*, l'esercizio dei diritti di *voice*), ma di consentire agli azionisti di valutare, prospetticamente, la convenienza a conservare o a dismettere la propria partecipazione sociale e, dunque, a massimizzare il valore dell'investimento effettuato⁴².

Al contempo, nelle società bancarie, sebbene le Istruzioni di vigilanza precisano – al §1, Sezione II, Capitolo 2, Titolo IV, rubricato “Ruolo dell’assemblea” – che “l’approvazione delle politiche di remunerazione e incentivazione da parte dell’assemblea è volta ad accrescere il grado di consapevolezza e il monitoraggio degli azionisti in merito ai costi complessivi, ai benefici e ai rischi del sistema di remunerazione e incentivazione prescelto”, a ben vedere, in realtà, non pare viceversa che tale previsione sia in grado di consentire agli azionisti di esercitare un effettivo “governo” e “controllo” sulla politica di remunerazione. Infatti, benché la disposizione circoscriva i poteri del consiglio di amministrazione nella definizione delle politiche e delle prassi di remunerazione e incentivazione introducendo specifici limiti, a monte (es. la fissazione di un limite massimo all’importo totale della parte variabile delle remunerazioni nella banca) e a valle (es. l’approvazione, obbligatoria e vincolante, dell’assemblea) del processo di determinazione della remunerazione – al precipuo fine di attuare una sana prudente ed efficace gestione dei rischi –, sembra che tale “governo” e “controllo” sia svolto (non dagli azionisti, ma) dall’Autorità di vigilanza⁴³, con l’intento di regolamentare l’assetto dell’intermediario, sostanzialmente delineando uno “statuto speciale” dell’intermediario e conformando lo statuto stesso alle esigenze della vigilanza.

⁴² In questo senso, cfr., tra gli altri, GUIZZI, *Gli azionisti e l’assemblea nelle società per quotate tra mito e realtà*, in *Rivista di diritto societario*, 2011, 2 ss. (spec. 12); LIBONATI, *Il ruolo dell’assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 88 ss.;

⁴³ In senso contrario, cfr. RABITTI-SPATOLA, *Sub art. 123-ter*, in FRATINI-GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, II, 1715, i quali affermano che gli azionisti delle società finanziarie svolgono, per il tramite dell’esercizio del voto obbligatorio e vincolante sulla politica di remunerazione, un effettivo controllo sull’operato dell’organo amministrativo.

D'altronde, la circostanza che il potere di (auto)regolazione oscilli perfettamente dal momento iniziale della definizione delle regole – le Disposizioni di vigilanza – a quello finale dell'adozione di un provvedimento amministrativo individuale di cui all'art. 53, comma 3°, lett. d), t.u.b. – e, da quest'ultimo, di nuovo, verso una revisione – almeno triennale – delle prime, tocca la discrezionalità dell'organo assembleare e – si sarebbe tentati di dire – la conforma (*rectius*, la estingue).

All'interno di questa generale e generica equazione tra potere di (auto)regolazione dell'Autorità di vigilanza e discrezionalità conformata dell'organo assembleare nelle società bancarie, si potrebbero enucleare e differenziare almeno due diverse ipotesi di “regolazione intrusiva”, conformante la volontà dei soci. La prima è espressamente prevista dal legislatore e poggia sul potere di adottare, ai sensi dell'art. 53, comma 3°, lett. d), t.u.b., un provvedimento amministrativo avente ad oggetto la fissazione di un limite all'importo totale della parte variabile delle remunerazioni nella banca. Del resto, siffatto provvedimento, incidendo sulla discrezionalità dell'organo con funzione di supervisione strategica di attuare il programma d'interessi pattuito dall'assemblea con i singoli amministratori, conforma la volontà dei soci. La seconda fa leva su quanto ancora la lettera dell'art. 53, comma 3°, lett. d), t.u.b. stabilisce per l'esercizio del potere autoritativo: anzi, non stabilisce. Infatti, dato che l'elenco dei *provvedimenti specifici* che l'autorità di vigilanza ha il potere di adottare non è (lo conferma, ancora una volta, la locuzione “riguardanti anche”) tassativo, ne deriva che, ove la situazione lo richieda, la predetta Autorità di vigilanza possa impartire (*sub specie* di provvedimento amministrativo individuale) tanto indicazioni in merito alla strutturazione della politica di remunerazione nel suo complesso, quanto, più in particolare, istruzioni sull'esercizio del diritto di voto sulla politica di remunerazione.

Ed è proprio tal ultima possibilità ad avvalorare la conclusione che lo strumento del voto degli azionisti in esame determini una rivitalizzazione (non

funzionale, ma) meramente istituzionale-informativa dell'assemblea: giacché, l'approvazione (o la mancata approvazione) della politica di remunerazione, non esprimerebbe la valutazione resa nel consesso assembleare dai titolari dell'iniziativa economica, bensì, attuerebbe lo scopo sotteso all'esercizio del potere autoritativo di Banca di Italia.

D'altra parte, e a prescindere dall'emanazione di un siffatto provvedimento, non sarebbe difficile ipotizzare che l'Autorità di vigilanza, esercitando, in ogni caso, un *controllo* sull'ente vigilato (ad es., mediante la circolazione di istruzioni, raccomandazioni, pareri) possa precludere agli azionisti l'esercizio di un'effettiva valutazione di merito sulla "bontà" del sistema remunerativo adottato (o da adottare) o, comunque, "influenzarla".

Se così è, non è difficile avvedersi del fatto che anche lo strumento del voto obbligatorio e vincolante sulla politica di remunerazione nelle società bancarie potrebbe non esprimere il punto di vista degli azionisti ma, al contrario, quello dell'Autorità di vigilanza. Ne conseguirebbe che, in luogo del rafforzamento del ruolo dell'assemblea come riunione di azionisti interessati a concorrere costruttivamente al processo decisionale del sistema di remunerazione e, dunque, a promuovere una migliore *governance* della società, si finirebbe – anche in questo caso – per rivitalizzare l'assemblea "come luogo istituzionalmente deputato a garantire ai soci un flusso costante di informazioni"⁴⁴⁻⁴⁵.

Giulia Rugolo

Assegnista di ricerca

nell'Università degli Studi di Messina

⁴⁴ GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società per quotate tra mito e realtà*, in *Rivista di diritto societario*, 2011, 6 e 12.

⁴⁵ Resta fermo, in ogni caso, che il carattere vincolante del voto sulla politica di remunerazione blocca, se negativo, l'adozione della politica di remunerazione predisposta dall'organo con funzione di sorveglianza.

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

SENTENZA DEL TRIBUNALE (QUARTA SEZIONE AMPLIATA)

12 OTTOBRE 2022

«Unione economica e monetaria – Unione bancaria – Risanamento e risoluzione degli enti creditizi – Misure di intervento precoce – Decisione della BCE di assoggettare Banca Carige ad amministrazione straordinaria – Ricorso di annullamento – Ricorso proposto da un azionista – Legittimazione ad agire – Interesse distinto da quello della banca – Ricevibilità – Errore di diritto nella determinazione della base giuridica – Interpretazione conforme del diritto nazionale da parte del giudice dell’Unione – Limite – Divieto di interpretare il diritto nazionale contra legem»

Nella causa T-502/19,

Francesca Corneli, residente in Velletri (Italia), rappresentata da M. Condinanzi, L. Boggio e F. Ferraro, avvocati, ricorrente,

contro

Banca centrale europea (BCE), rappresentata da C. Hernández Saseta, A. Pizzolla e G. Marafioti, in qualità di agenti, convenuta, sostenuta da

Commissione europea, rappresentata da V. Di Bucci, D. Triantafyllou e A. Nijenhuis, in qualità di agenti, interveniente,

IL TRIBUNALE (Quarta Sezione ampliata),

composto, al momento della deliberazione, da S. Pappasavvas, presidente, S. Gervasoni, L. Madise, P. Nihoul (relatore) e J. Martín y Pérez de Nanclares, giudici, cancelliere: P. Nuñez Ruiz, amministratrice vista la fase scritta del procedimento, in particolare:

- l’eccezione di irricevibilità sollevata dalla BCE con atto separato, depositato presso la cancelleria del Tribunale il 2 ottobre 2019;
- l’ordinanza di riunione dell’eccezione al merito del 29 aprile 2020, ai sensi dell’articolo 130, paragrafo 1, del regolamento di procedura del Tribunale;
- la decisione del 24 giugno 2020, con la quale la Commissione è stata autorizzata a intervenire a sostegno delle conclusioni della BCE;

- la decisione del Tribunale, ai sensi dell'articolo 28 del regolamento di procedura, di rimettere la causa dinanzi ad un collegio giudicante ampliato;
- il mezzo istruttorio del 17 novembre 2021, con cui il Tribunale ha ordinato alla BCE, ai sensi dell'articolo 91, lettera b), e dell'articolo 92, paragrafo 3, del regolamento di procedura, di produrre la versione integrale della propria decisione ECB-SSM-2019-ITCAR-11, del 1° gennaio 2019, che assoggetta la Banca Carige SpA ad amministrazione straordinaria, nonché le tre decisioni di proroga di tale provvedimento;
- la decisione del Tribunale, del 15 dicembre 2021, ai sensi dell'articolo 103, paragrafo 3, del regolamento di procedura, con la quale si concede alla ricorrente e alla Commissione l'accesso ai documenti prodotti dalla BCE, in forza della tutela giurisdizionale effettiva, in seguito all'udienza del 19 gennaio 2022, ha pronunciato la seguente

Sentenza

1 Con il suo ricorso proposto ai sensi dell'articolo 263 TFUE, la ricorrente, sig.ra Francesca Corneli, chiede l'annullamento della decisione ECB-SSM-2019-ITCAR-11 della BCE, del 1° gennaio 2019, che assoggetta la Banca Carige SpA (in prosieguo: la «banca») ad amministrazione straordinaria, nonché di ogni atto conseguenziale e successivo, inclusa, in particolare, la decisione ECB-SSM-2019-ITCAR-13 della BCE, del 29 marzo 2019, che proroga fino al 30 settembre 2019 la durata dell'assoggettamento ad amministrazione straordinaria.

...Omissis...

Nel merito

84 A sostegno del ricorso, la ricorrente deduce sette motivi, vertenti, rispettivamente:

- sulla violazione delle norme relative alla proporzionalità;
- sulla violazione dell'obbligo di motivazione e del diritto di essere ascoltata;
- sulla nomina a commissari straordinari di persone che avevano in precedenza esercitato importanti funzioni nella direzione e nell'amministrazione della banca;
- sull'errore di diritto commesso nella determinazione della base giuridica utilizzata per l'adozione delle decisioni controverse;

- sul fatto che la BCE avrebbe tentato di risolvere problemi di amministrazione con la nomina di persone che avevano causato detti problemi;
- sulla violazione, da un lato, delle norme relative ai diritti dell'azionista e, dall'altro lato, dei principi fondamentali in materia di tutela della proprietà e del risparmio, di libertà dell'iniziativa economica privata e di autodeterminazione del cittadino nelle scelte personali;
- sull'inidoneità dell'amministrazione straordinaria a porre rimedio al problema constatato.

85 Il Tribunale ritiene opportuno iniziare il proprio esame con il motivo vertente sull'errore di diritto nella determinazione della base giuridica utilizzata per l'adozione delle decisioni controverse.

Sul motivo vertente sull'errore di diritto commesso dalla BCE nella determinazione della base giuridica utilizzata per l'adozione delle decisioni controverse

86 La ricorrente sostiene che la BCE avrebbe commesso un errore di diritto nel fondare le decisioni controverse sull'articolo 70, comma 1, del testo unico bancario, laddove tale disposizione non contemplerebbe la situazione addotta per giustificare l'assoggettamento ad amministrazione straordinaria, vale a dire un «deterioramento significativo» della situazione della banca.

87 Il motivo è contestato dalla BCE con il sostegno della Commissione.

88 A tal proposito, occorre osservare che l'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b), del testo unico bancario, che recepisce l'articolo 28, rubricato «Rimozione dell'alta dirigenza e dell'organo di amministrazione», 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 e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio (GU 2014, L 173, pag. 190), prevede quanto segue:

«1. La Banca d'Italia può disporre le seguenti misure nei confronti di una banca [o di] una capogruppo (...) di un gruppo bancario (...):

(...)

b) la rimozione degli esponenti di cui all'articolo 69-vicies-semel, quando risultano gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie o gravi irregolarità nell'amministrazione ovvero quando il deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario sia particolarmente significativo, e sempre che gli interventi indicati nella lettera a) o quelli previsti negli articoli 53-bis e 67-ter non siano sufficienti per porre rimedio alla situazione».

89 A sua volta, l'articolo 70 del testo unico bancario, che recepisce l'articolo 29 della direttiva 2014/59, rubricato «Amministratore temporaneo», così dispone:

«1. La Banca d'Italia può disporre lo scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e di controllo delle banche quando ricorrono le violazioni o le irregolarità di cui all'articolo 69-octiesdecies, comma 1, lettera b), oppure sono previste gravi perdite del patrimonio ovvero quando lo scioglimento è richiesto con istanza motivata dagli organi amministrativi ovvero dall'assemblea straordinaria».

90 Dal tenore di tali norme risulta che le due disposizioni riguardano due ipotesi distinte:

- da un lato, l'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b), regola la «rimozione» degli organi amministrativi o di controllo delle banche i quali, una volta adottato tale provvedimento, devono essere sostituiti secondo le procedure previste dal diritto nazionale e dal diritto dell'Unione;
- dall'altro lato, l'articolo 70 disciplina lo «scioglimento» degli organi amministrativi o di controllo delle banche, scioglimento che comporta la sospensione delle funzioni delle assemblee e degli altri organi e l'instaurazione dell'amministrazione straordinaria.

91 Alla luce degli articoli 28 e 29 della direttiva 2014/59 che le disposizioni succitate mirano a recepire, le misure in questione non possono essere considerate equivalenti o alternative, dal momento che la prima è meno invasiva della seconda, la quale può essere adottata soltanto qualora la sostituzione degli organi amministrativi o di controllo delle banche secondo le procedure di diritto nazionale e di diritto dell'Unione non sia ritenuta sufficiente dall'autorità competente per porre rimedio alla situazione.

92 Le condizioni per l'applicazione dell'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b), del testo unico bancario e dell'articolo 70 di detto testo unico sono anch'esse distinte. Difatti, la «rimozione» degli organi amministrativi o di controllo è prevista nei seguenti casi:

- gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie;
- o gravi irregolarità nell'amministrazione;
- o quando il deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario sia particolarmente significativo.

93 Per contro, lo «scioglimento» degli organi amministrativi o di controllo e l'instaurazione dell'amministrazione straordinaria sono previsti nei seguenti casi:

- gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie di cui all'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b);
- o gravi irregolarità nell'amministrazione di cui all'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b);
- o quando sono previste gravi perdite del patrimonio;
- o quando lo scioglimento è richiesto con istanza motivata dagli organi amministrativi ovvero dall'assemblea straordinaria.

94 Dall'analisi testuale della formulazione delle condizioni per l'applicazione dell'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b), del testo unico bancario e dell'articolo 70 di detto testo unico risulta che la loro enumerazione è tassativa e che esse sono alternative, come indicato dall'impiego della congiunzione disgiuntiva «o». Pertanto, la seconda disposizione prevede che lo scioglimento degli organi amministrativi o di controllo delle banche e l'instaurazione dell'amministrazione straordinaria siano possibili in quattro ipotesi, due delle quali sono previste dalla prima disposizione e devono, come indicato dal rinvio diretto a tale disposizione, essere interpretate nello stesso senso inteso nel contesto della «rimozione». L'analisi del testo rivela inoltre l'assenza di gerarchia tra tali condizioni.

95 Dall'articolo 69 octiesdecies, comma 1, lettera b), e dall'articolo 70 del testo unico bancario risulta dunque che la seconda disposizione non prevede lo scioglimento degli organi amministrativi o di controllo delle banche, e l'instaurazione dell'amministrazione straordinaria,

nel caso in cui «il deterioramento della situazione della banca o del gruppo bancario sia particolarmente significativo».

96 Nel caso di specie, la BCE, con la decisione di assoggettamento ad amministrazione straordinaria, ha disposto lo «scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e di controllo [della banca] e [la] loro sostituzione con tre commissari straordinari e un comitato di sorveglianza».

97 Per l'adozione di tale decisione, essa ha ritenuto, al punto 2.1, che «[ricorressero] le condizioni di cui agli articoli 69 octiesdecies e 70 del testo unico bancario (...), ossia un significativo deterioramento della situazione [della banca]», e poi ha concluso, al punto 2.6, che «l'amministrazione straordinaria [era] necessaria e appropriata» e che «l'esercizio del potere di cui all'articolo 70 [di detto testo unico era] altresì ritenuto proporzionato a fronteggiare [la] grave situazione [in cui versava la banca in quel momento]».

98 Pertanto, dalla motivazione della decisione suddetta emerge che nella presente causa la BCE ha esercitato il potere di cui all'articolo 70 del testo unico bancario per assoggettare la banca ad amministrazione straordinaria, constatazione, questa, che il richiamo all'articolo 69 octiesdecies di detto testo unico non consente di smentire.

99 Allo stesso modo, la BCE, nella decisione di proroga, ha ritenuto che l'amministrazione straordinaria dovesse proseguire, adducendo la motivazione della persistenza del «significativo deterioramento della situazione del Soggetto vigilato» (punto 2.1), e che «l'esercizio del potere ai sensi dell'articolo 70 [del testo unico bancario]» fosse appropriato alle circostanze (punto 2.6).

100 Ne consegue che la BCE ha violato l'articolo 70 del testo unico bancario fondandosi sul «significativo deterioramento della situazione [della banca]», mentre invece tale condizione non era prevista da detta disposizione, per lo scioglimento degli organi amministrativi o di controllo della banca, l'instaurazione dell'amministrazione straordinaria e l'estensione della sua durata per il periodo previsto nella decisione di proroga.

101 Tale conclusione è contestata dalla BCE e dalla Commissione.

102 In primo luogo, le stesse osservano che l'assoggettamento ad amministrazione straordinaria sarebbe previsto dall'articolo 29 della direttiva 2014/59. Orbene, l'articolo 70 del

testo unico bancario dovrebbe essere letto alla luce di tale disposizione, al cui recepimento esso era diretto, secondo il principio di interpretazione conforme. Da tale lettura emergerebbe che l'assoggettamento ad amministrazione straordinaria sarebbe consentito ai sensi dell'articolo 70 ancorché la situazione considerata, vale a dire il significativo deterioramento della situazione della banca, non sia espressamente contemplata in tale disposizione.

103 A tale proposito, risulta da una giurisprudenza costante che, nell'applicare il diritto interno, i giudici nazionali sono tenuti ad interpretarlo per quanto possibile alla luce del testo e dello scopo della direttiva in questione, così da conseguire il risultato perseguito da quest'ultima. L'esigenza di un'interpretazione conforme del diritto nazionale attiene infatti al sistema del Trattato FUE, in quanto permette ai giudici nazionali di assicurare, nell'ambito delle rispettive competenze, la piena efficacia del diritto dell'Unione quando risolvono le controversie ad essi sottoposte (v. sentenze del 24 gennaio 2012, *Dominguez*, C-282/10, EU:C:2012:33, punto 24, e del 19 gennaio 2010, *Kücükdeveci*, C-555/07, EU:C:2010:21, punto 48 e giurisprudenza ivi citata; v. inoltre, per analogia, sentenza del 24 giugno 2019, *Popławski*, C-573/17, EU:C:2019:530, punti 55, 57 e 58). Il Tribunale ha lo stesso obbligo di interpretazione conforme del diritto nazionale alla luce di una direttiva allorché è chiamato, come nella presente controversia, in forza delle pertinenti disposizioni, ad applicare tale diritto.

104 Inoltre, dal momento che è in questione l'interpretazione di una disposizione del diritto nazionale, è opportuno ricordare che, in applicazione di una giurisprudenza costante, la portata delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative nazionali va valutata alla luce dell'interpretazione che ne danno i giudici nazionali (v. sentenza del 24 aprile 2018, *Caisse régionale de crédit agricole mutuel Alpes Provence e a./BCE*, da T-133/16 a T-136/16, EU:T:2018:219, punto 84 e giurisprudenza ivi citata).

105 Tuttavia, tale principio di interpretazione conforme del diritto nazionale conosce taluni limiti. Infatti, l'obbligo per il giudice di fare riferimento al contenuto di una direttiva nell'interpretazione e nell'applicazione delle norme pertinenti del suo diritto nazionale è limitato dai principi generali del diritto, e non può servire da fondamento ad un'interpretazione *contra legem* del diritto nazionale (sentenze del 15 aprile 2008, *Impact*, C-268/06,

EU:C:2008:223, punto 100, e del 24 gennaio 2012, Dominguez, C-282/10, EU:C:2012:33, punto 25).

106 Da ciò discende che l'obbligo di interpretazione conforme del diritto nazionale appena ricordato non può servire da fondamento a un'interpretazione in contrasto con i termini utilizzati nella disposizione nazionale di recepimento di una direttiva.

107 Orbene, tale sarebbe il risultato ottenuto se si applicasse detto metodo di interpretazione nel caso di specie. Infatti, il provvedimento adottato è quello previsto dall'articolo 70 del testo unico bancario e, di conseguenza, devono essere soddisfatte le condizioni per l'applicazione di quest'ultimo articolo. Il richiamo all'articolo 69 octiesdecies di detto testo unico nella decisione di assoggettamento ad amministrazione straordinaria, che forse si spiega con il rinvio a tale articolo per due delle condizioni di applicazione menzionate all'articolo 70 dello stesso testo unico, non può modificare le norme applicabili ai fini dell'adozione delle misure in questione, né le condizioni della loro applicazione.

108 Il «deterioramento della situazione della banca» non è un'espressione generica, bensì una condizione prevista da un testo legislativo, che si riferisce a un elenco tassativo di quattro condizioni alternative. Tali condizioni espressamente previste dalla legge per l'adozione di una misura così invasiva – la più invasiva nel sistema di intervento precoce –, come l'assoggettamento di una banca ad amministrazione straordinaria, devono essere rispettate e quelle previste per l'adozione della misura meno invasiva non possono essere considerate sufficienti a giustificare l'adozione della misura più invasiva, senza riferimento concreto nel testo.

109 L'argomento deve dunque essere respinto.

110 In secondo luogo, la BCE e la Commissione hanno sostenuto in udienza che la BCE sarebbe tenuta ad applicare, oltre al diritto nazionale, allorché interveniva in qualità di autorità competente ai sensi della normativa bancaria, tutte le norme del diritto dell'Unione; a tale titolo, essa era tenuta, secondo dette istituzioni, ad applicare la disposizione contenuta nella direttiva 2014/59, la quale prevede l'assoggettamento ad amministrazione straordinaria in caso di deterioramento significativo della situazione dell'ente creditizio considerato.

111 A tal proposito, occorre rilevare che, come segnalato da tali due istituzioni, queste ultime devono osservare il diritto dell'Unione nella loro azione. Tale obbligo deriva dal principio di legalità, che impone alle istituzioni di rispettare, sotto il controllo del giudice dell'Unione, le norme che le disciplinano. In modo specifico, tale obbligo è enunciato, per la vigilanza prudenziale, come sottolineato dalle istituzioni interessate, all'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, che attribuisce alla BCE compiti specifici in merito alle politiche in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi (GU 2013, L 287, pag. 63), il quale prevede in particolare che, «ai fini dell'assolvimento dei compiti attribuiti [da tale] regolamento e allo scopo di assicurare standard elevati di vigilanza, la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione e, se tale diritto dell'Unione è composto da direttive, la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive».

112 Da tale disposizione risulta tuttavia che, quando il diritto dell'Unione è composto da direttive, deve essere applicata la legislazione nazionale di recepimento di tali direttive. La disposizione non può essere intesa come comprendente due fonti distinte di obblighi, vale a dire il diritto dell'Unione nel suo insieme, ivi comprese le direttive, al quale si dovrebbe aggiungere la legislazione nazionale che le recepisce. Una simile interpretazione presupporrebbe infatti che le disposizioni nazionali divergano dalle direttive e che, in tal caso, i due tipi di atti vincolino la BCE come fonti normative distinte. Una siffatta interpretazione non può essere accolta, in quanto sarebbe contraria all'articolo 288 TFUE, il quale prevede che «[l]a direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato da raggiungere, salva restando la competenza degli organi nazionali in merito alla forma e ai mezzi». Inoltre, secondo una giurisprudenza costante, una direttiva non può di per sé creare obblighi a carico di un privato e non può quindi essere fatta valere in quanto tale nei suoi confronti (sentenza del 26 febbraio 1986, *Marshall*, 152/84, EU:C:1986:84, punto 48; v., altresì, sentenza del 19 gennaio 2010, *Kücükdeveci*, C-555/07, EU:C:2010:21, punto 46 e giurisprudenza ivi citata).

113 Pertanto, non si può porre rimedio all'errore commesso dalla BCE nell'applicazione dell'articolo 70 del testo unico bancario con un'interpretazione libera dei testi normativi che consenta di rimodellare le condizioni per l'applicazione di disposizioni concepite in modo distinto nella direttiva 2014/59 e nel diritto nazionale.

114 Il motivo di ricorso deve dunque essere accolto e si devono pertanto annullare le decisioni controverse senza che sia necessario esaminare gli altri motivi.

Sulle spese

115 Ai sensi dell'articolo 134, paragrafo 1, del regolamento di procedura, la parte soccombente è condannata alle spese se ne è stata fatta domanda.

116 La BCE, rimasta soccombente, deve essere condannata a farsi carico, oltre che delle proprie spese, di quelle sostenute dalla ricorrente, conformemente alla domanda di quest'ultima.

117 Ai sensi dell'articolo 138, paragrafo 1, del regolamento di procedura, le spese sostenute dalle istituzioni intervenute nella causa restano a loro carico. In forza di tale disposizione, la Commissione si farà carico delle proprie spese.

Per questi motivi,

IL TRIBUNALE (Quarta Sezione ampliata)

dichiara e statuisce:

- 1) La decisione ECB-SSM-2019-ITCAR-11 della BCE, del 1° gennaio 2019, che assoggetta la Banca Carige SpA ad amministrazione straordinaria, nonché la decisione ECB-SSM-2019-ITCAR-13 della BCE, del 29 marzo 2019, che proroga fino al 30 settembre 2019 la durata dell'assoggettamento ad amministrazione straordinaria, sono annullate.
- 2) Per il resto, il ricorso è respinto.
- 3) La Banca centrale europea (BCE) è condannata a farsi carico, oltre che delle proprie spese, di quelle sostenute dalla sig.ra Francesca Corneli.
- 4) La Commissione europea si farà carico delle proprie spese.

PRIME RIFLESSIONI SULLA SENTENZA DEL TRIBUNALE UE SUL CASO CARIGE: TRA FORMALISMO GIURIDICO E REALTÀ FATTUALE *

(First considerations on Carige Case of EU Court decision: between legal formalism and factual reality)

SOMMARIO: 1. Il fatto. – 2. L'amministrazione straordinaria dopo la BRRD ... - 3. (Segue) ... e la sua applicazione nel caso in esame. – 4. L'ambito oggettivo di applicazione del disposto di cui all'art. 70 TUB. – 5. Considerazione conclusive.

1. La sentenza in commento, con la quale il Tribunale UE ha annullato il provvedimento mediante cui la BCE ha avviato la procedura di amministrazione straordinaria nei confronti di Banca Carige, offre significativi spunti di riflessione in ordine all'ampiezza dei poteri che l'attuale quadro disciplinare, in materia di gestione delle crisi bancarie, assegna all'Autorità di vigilanza.

Preliminarmente, occorre prendere le mosse della presente indagine dagli eventi che hanno indotto la BCE ad attivare la citata procedura nei confronti del sopramenzionato istituto creditizio che, come risulta dal provvedimento in commento, aveva accumulato perdite per oltre EUR 1,6 miliardi tra il mese di dicembre 2014 e il 1° gennaio 2019. Per far fronte alla situazione di difficoltà patrimoniale nella quale Carige versava e, a seguito dell'insuccesso di taluni tentativi di ricapitalizzazione effettuati nel corso degli anni, l'organo di gestione dell'ente bancario in parola ha presentato all'Autorità di vigilanza competente uno specifico «piano di conservazione», in conformità al disposto di cui all'art. 142 della direttiva 2013/36/UE.

La spirale negativa che ha alimentato il clima di sfiducia degli operatori di mercato nei confronti della banca ha indotto tuttavia la BCE a rifiutare il programma interventistico così delineato e a richiedere l'adozione di una strategia volta a

*Contributo approvato dai revisori.

ripristinare e assicurare, in modo sostenibile, l'osservanza dei requisiti prudenziali entro il 1° gennaio 2019. Di qui, la predisposizione, nel novembre 2018, da parte del Consiglio di amministrazione di Carige di un apposito «piano di rafforzamento patrimoniale» articolato in due fasi, da attuare mediante l'emissione di obbligazioni subordinate Tier 2 e attraverso un aumento di capitale. La prospettata operazione di rafforzamento patrimoniale si era resa altresì necessaria alla luce degli esiti negativi degli esercizi di stress test (nello scenario critico), condotti dalla BCE nel 2018, i quali avevano evidenziato una significativa carenza di capitale.

Orbene, la prima fase del piano d'azione è stata realizzata con la sottoscrizione di titoli obbligazionari da parte dello Schema volontario d'intervento del Fondo interbancario di tutela dei depositi, di Banco di Desio e della Brianza SpA, per un ammontare pari a circa due milioni di euro. Di contro, l'aumento del capitale sociale non venne approvato, a seguito della ferma opposizione manifestata dagli azionisti di maggioranza nell'assemblea straordinaria, tenutasi il 22 dicembre 2018, i quali avrebbero voluto ottenere maggiori rassicurazioni in ordine alla circostanza che non vi sarebbero state «ulteriori prescrizioni» le quali avrebbero potuto «comportare nuove carenze dei requisiti patrimoniali»¹.

Si comprende, dunque, la ragione che ha indotto alcuni consiglieri di amministrazione a rassegnare le proprie dimissioni in seguito alla mancata approvazione da parte dei soci del citato piano di intervento così definito. Ne conseguì l'attivazione, in data 1° gennaio 2019, da parte della BCE della procedura di amministrazione straordinaria (in applicazione degli articoli 69-*octiesdecies*, 70 e 98 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia) sulla base di un progetto di decisione avanzato dal Consiglio di Vigilanza. Di qui, lo scioglimento degli organi con

¹Cfr. il verbale della riunione assembleare consultabile al seguente link: <https://www.gruppocarige.it/grpwps/wcm/connect/6137ef55-b9a0-4f5a-b50ae2957a2ad6c6/2018+12+22+Verbale+Definitivo+Not+io.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-6137ef55-b9a0-4f5a-b50a-e2957a2ad6c6-mxnHwCu>.

funzioni di amministrazione e controllo dell'ente bancario in questione, nonché la nomina dei commissari straordinari e dei componenti del comitato di sorveglianza.

Significativa, inoltre, è stata l'adozione da parte del governo del decreto-legge n. 1 (pubblicato, in data 8 gennaio 2019, sulla Gazzetta Ufficiale n. 6), recante interventi urgenti a sostegno di Banca Carige, che identificò specifiche misure di supporto pubblico a favore del menzionato ente bancario, in piena coerenza peraltro col quadro disciplinare di riferimento in materia e con la direttiva 2014/59/UE (cd. BRRD), essendo state rinvenute, nel caso di specie, le prioritarie esigenze di *evitare* (o di porre rimedio a) *una grave perturbazione dell'economia e di preservare la stabilità finanziaria*².

Ciò posto, come evidenziano i giudici nella pronuncia in commento, la BCE ha ritenuto che nel caso di specie «[ricorressero] le condizioni di cui agli articoli 69 octiesdecies e 70 del testo unico bancario (...), ossia un significativo deterioramento della situazione [della banca]», donde la conclusione per la quale «l'amministrazione straordinaria [era] necessaria e appropriata». In particolare, ad avviso della BCE «l'esercizio del potere di cui all'articolo 70 [del TUB era] altresì ritenuto proporzionato a fronteggiare [la] grave situazione [in cui versava la banca in quel momento]».

Di contro, il Tribunale UE rileva nel provvedimento in commento che l'Autorità di vigilanza avrebbe violato l'articolo 70 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, avendo fondato la propria decisione su un presupposto (il significativo deterioramento della situazione della banca), che detta disposizione normativa non

²Occorre far presente che, in tal caso, la legge ha predefinito le specifiche forme di intervento pubblico ammesse; rileva, in particolare, la possibilità che lo Stato conceda (i) una garanzia a sostegno degli strumenti di liquidità forniti dalla banca centrale ovvero (ii) una garanzia sulle passività emesse dall'ente interessato. A ciò si aggiunga, l'eventualità che l'Autorità pubblica (iii) partecipi alla cd. *ricapitalizzazione precauzionale* della banca con lo scopo di far fronte ad eventuali carenze di capitale emerse nell'ambito delle consuete procedure di *stress test* condotte a livello nazionale ed europeo. Con specifico riguardo alle misure di intervento pubblico straordinario, cfr., per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milano, 2016, p. 86 ss.; M. SEPE, *Supervisione bancaria e risoluzione delle crisi: separatezza e contiguità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2018, p.326 ss.; F. GUARRACINO, *Le misure di sostegno pubblico straordinario*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 4, 2017, p. 398 ss. e I. SUPINO, *Salvataggio delle banche, ricapitalizzazione e limiti alla governance bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 3, 2016, p. 117 ss.

annovera tra quelli in presenza dei quali è possibile avviare la procedura di amministrazione straordinaria. Infatti, ai sensi dell'art. 70 TUB, l'Autorità di vigilanza può disporre lo scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e di controllo delle banche quando sono previste, tra l'altro, gravi perdite del patrimonio e non già nell'ipotesi di mero deterioramento della situazione economica; circostanza quest'ultima che, ad avviso dei giudici *de quibus*, avrebbe legittimato la BCE ad esercitare il potere di *removal* previsto nell'art. 69-octiesdecies TUB³.

È solo il caso di precisare, infine, che il Tribunale ha annullato esclusivamente il provvedimento di amministrazione straordinaria e la sua prima proroga, ma non anche la seconda e la terza, successivamente disposte (non oggetto di formale integrazione del ricorso), nonostante la parte ricorrente avesse chiesto l'invalidazione di tutti gli atti connessi e consequenziali al provvedimento della BCE; di qui la condivisibile opinione, rinvenibile in dottrina, secondo cui gli organi commissariali avrebbero avuto la piena legittimazione alla chiusura della procedura, avvenuta nel febbraio 2020⁴.

2. Il sistema interventistico delineato dal legislatore europeo in materia di gestione delle crisi bancarie appare, in primo luogo, finalizzato ad impedire che si determinino ulteriori deterioramenti delle situazioni patrimoniali degli enti bancari che versino in una realtà aziendale di precario equilibrio; in altri termini, il regolatore ha voluto evitare l'immediata attivazione della procedura di risoluzione o di liquidazione coatta amministrativa mediante la predisposizione di apposite misure di intervento

³Già all'indomani della decisione della BCE, si era evidenziato come, nel caso di specie, l'amministrazione straordinaria fosse stata disposta per ragioni non riconducibili tecnicamente a situazioni caratterizzate da gravi perdite del patrimonio; di qui la contraddittorietà della scelta effettuata tenuto conto che, in forza del combinato disposto di cui agli artt. 69-octiesdecies, lett. b, e 70 del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, lo scioglimento degli organi con funzione di amministrazione costituisce l'esito di gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari (o statutarie) ovvero di rilevanti irregolarità nell'amministrazione o, ancora, di una stima circa il probabile verificarsi di gravi perdite della banca (cfr. D. ROSSANO, *Un sistema bancario in affanno. Brevi note sul caso Carige*, Editoriale pubblicato su *dirittobancario.it* del 16 gennaio 2019).

⁴Cfr. F. CAPRIGLIONE - M. SEPE, *Il formalismo contro i fatti*, in *Il Sole 24 ore* del 15 ottobre 2022.

precoce.

Chiaro il riferimento, tra l'altro, agli interventi previsti dagli artt. 28 e 29 della direttiva BRR, che disciplinano le ipotesi di «significativo deterioramento» della realtà finanziaria di una banca ovvero di «gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o dello statuto»; in tali casi, qualora eventuali altri rimedi non siano risultati efficaci, le Autorità di vigilanza possono esigere la rimozione dell'alta dirigenza o dell'organo amministrativo dell'ente bancario nella sua totalità. A ciò si aggiunga il potere di provvedere alla nomina di «uno o più» *amministratori temporanei* qualora la sostituzione dell'alta dirigenza o dell'organo di amministrazione non venga considerata misura sufficiente per far fronte alla situazione di difficoltà (art. 29 della *BRRD*).

Si delinea, per tale via, uno scenario interventistico nel quale vengono riconosciuti penetranti poteri all'organo di supervisione, per cui quest'ultimo potrà, per un verso, approvare la nomina dei nuovi amministratori effettuata dall'assemblea, e per altro, provvedere direttamente a scegliere i soggetti cui è demandato il compito di governare, sia pure temporaneamente, l'azienda bancaria al fine di ripristinare la sana e prudente gestione e di ristabilire l'equilibrio finanziario di quest'ultimo⁵.

È evidente che le prescrizioni del diritto UE hanno richiesto la modifica dei presupposti applicativi e dei passaggi procedurali di istituti già esistenti all'interno dell'ordinamento italiano⁶. Ci si riferisce, in particolare, all'amministrazione straordinaria la quale, alla luce della nuova normativa, viene avviata, ai sensi dell'art. 70 TUB, dall'Autorità di vigilanza in ipotesi particolarmente gravi, come le violazioni o le

⁵Cfr., sul punto, F. PANETTA, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea in riferimento all'esame degli Atti del Governo n. 208 e n. 209 relativi al risanamento e risoluzione degli enti creditizi e imprese di investimento*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia presso il Senato della Repubblica in data 29 ottobre 2015, p. 6

⁶ Al riguardo, cfr. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Atti del Convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, Banca d'Italia, *Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 75, 2013 secondo il quale, infatti l'istituto del «temporary administrator richiama (...) a tutta evidenza, la gestione provvisoria di cui all'art. 76 TUB e l'amministrazione straordinaria di cui agli artt. 70 ss. TUB, anche per il fatto di poter scattare anche a fronte di violazioni che prescindono dal deterioramento della situazione finanziaria».

irregolarità di cui all'articolo 69-*octiesdecies*, comma 1, lettera b) TUB, ovvero nei casi in cui fossero previste significative perdite del patrimonio. In tali evenienze, la competente Autorità può disporre lo scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e di controllo della banca e nominare, per l'appunto, uno o più commissari (art. 71 TUB), ferma restando «la sospensione dell'assemblea e degli altri organi collegiali» (art. 70, comma 2°, TUB).

Si è in presenza, dunque, di un istituto che, a seguito degli interventi disciplinari introdotti in sede UE, è stato ricondotto nell'alveo delle misure correttive di intervento precoce, collocandosi, come è stato sostenuto in dottrina, per incisività del potere pubblico esercitato e gravità dei presupposti di attivazione, all'apice degli strumenti potenzialmente esperibili dall'Autorità di vigilanza in sede di *early intervention*⁷.

3. Detta problematica interpretativa, incidendo sul paradigma del ruolo ricoperto nel nostro ordinamento dall'amministrazione straordinaria dopo il recepimento della BRRD, assume nuove colorazioni a seguito della sentenza del Tribunale UE qui in commento che, come si è detto, ha ravvisato un errore di diritto commesso dalla BCE nell'attivare la procedura di amministrazione straordinaria in presenza di un mero deterioramento della situazione patrimoniale dell'ente bancario.

Più in particolare, viene in considerazione sul punto la problematica concernente l'esatta configurazione delle nozioni di «perdita» e di «deterioramento» che possono evocare fenomeni simili, pur identificando da un punto di vista tecnico situazioni fattuali affatto diverse. Sicché, la perdita è il risultato negativo di esercizio rappresentato dalla differenza (negativa) tra i costi della produzione e i ricavi, traducendosi in altri termini in una diminuzione del saldo patrimoniale rispetto al valore determinato al termine dell'esercizio precedente. Di contro, il deterioramento della situazione patrimoniale non necessariamente presuppone la presenza di una perdita in

⁷ In tal senso F. CAPRIGLIONE – I. SUPINO, *Commento all'art. 70 TUB*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Milano, 2018, p. 999.

senso tecnico, come nelle ipotesi in cui dovessero venire erose alcune riserve dell'ente bancario in condizione di difficoltà, con conseguente diminuzione del *ratio* patrimoniale.

È evidente come, nella scelta delle misure interventistiche più idonee di altre a far fronte ad una condizione di difficoltà nella quale dovesse versare un istituto bancario, l'Autorità di vigilanza goda di discrezionalità valutativa. La dottrina ha del resto evidenziato come, in materia, l'ampio potere decisionale dell'organo di supervisione costituisca la conseguenza dell'assenza di criteri normativi, sicché il suo limite potrà essere riscontrato unicamente «nell'obiettivo della tutela dei molteplici interessi in gioco, anche a carattere pubblicistico, tra cui quello generale del risparmio affidato all'intermediario»⁸.

Con particolare riferimento al caso di specie, residuano alcune perplessità in ordine all'operato dei giudici che avrebbero posto il proprio convincimento sulla base di un ragionamento puramente formale, avendo trascurato di valutare, tuttavia, significativi aspetti di carattere sostanziale⁹. Tali dubbi vengono, in effetti, alimentati dagli esiti delle indagini effettuate in sede tecnica nel periodo antecedente alla data di convocazione dell'assemblea dei soci di Carige, tenutasi come si è detto in data 22 dicembre 2018. Ci si riferisce alle considerazioni espresse in sede di Audizione dalla CONSOB, nell'ambito dell'istruttoria legislativa sul disegno di legge C. 1486, di conversione in legge del decreto-legge n. 1 del 2019 (recante misure urgenti a sostegno della Banca Carige S.p.a. - Cassa di risparmio di Genova e Imperia), secondo cui, nel mese di novembre 2018, il consiglio di amministrazione di Carige aveva approvato i risultati consolidati dei primi nove mesi dell'anno, avendo avuto cura tuttavia di registrare «una perdita di 188,9 milioni di euro che aveva comportato il superamento

⁸ Cfr. G. BOCCUZZI, *La crisi dell'impresa bancaria. Profili economici e giuridici*, Milano, p. 162.

⁹In tal senso F. CAPRIGLIONE – M. SEPE, *Il formalismo contro i fatti*, cit.; R. LENER, *Perdite gravi, la BCE non ha esagerato. Carige rischiava la liquidazione coatta*, in *Il Secolo XIX*, 14 ottobre 2022, p. 18.

del limite del terzo del capitale sociale, indicato dall'art. 2446 c.c.»¹⁰. Come emerge dal documento sopra menzionato, per effetto di tali perdite, al 30 settembre 2018, «l'inosservanza dell'*Overall Capital Requirement* si era aggravato».

È per questa ragione che nell'ordine del giorno dell'assemblea di dicembre degli azionisti di Carige, furono inserite una proposta di riduzione del capitale sociale per perdite rilevanti (*ex art. 2446 c.c.*), nonché l'attribuzione al Consiglio di amministrazione della delega ad aumentare il capitale sociale¹¹. Come si è detto, tuttavia, tale aumento non fu approvato, con l'ovvia conseguenza di indurre l'Autorità di vigilanza ad avviare la procedura di amministrazione straordinaria nel convincimento che la scelta adottata in sede assembleare non garantisse il necessario rafforzamento patrimoniale che era stato richiesto¹². Circostanza quest'ultima che ha trovato conferma nelle dichiarazioni rilasciate alla stampa dai commissari straordinari secondo cui: «che Carige andasse incontro a gravi perdite era evidente ... e infatti è stato certificato nel bilancio commissariale»¹³ (chiuso nel 2020).

4. Orbene, dubbi sull'operato dei giudici sorgono anche con riferimento alle argomentazioni di carattere formale di cui si è dato conto in precedenza e basate essenzialmente su un'interpretazione rigida del tenore letterale del disposto di cui all'art. 70 TUB.

¹⁰Il testo dell'Audizione è consultabile su https://www.consob.it/documents/46180/46181/audizioneconsob_20190124.pdf/3688c054-59d6-4d66-9e11-487b13db37b4

¹¹Più in generale, ad esempio, la l.c.a. dovrebbe essere attivata ogniqualvolta si sia in presenza di perdite «eccezionalmente gravi» che determinano la riduzione del capitale al di sotto dell'importo minimo richiesto dalle istruzioni di vigilanza ovvero il mancato rispetto dei «coefficienti di solvibilità» della banca (E. GALANTI, *Un'interessante sentenza del Tar Lazio su alcuni aspetti procedurali e sostanziali della liquidazione coatta delle banche*, nota a T.A.R. Lazio 7.5.1997, n. 685, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 1998, p. 234).

¹²Significative, tuttavia, le dichiarazioni espresse in sede assembleare dall'azionista di maggioranza secondo cui: «quanto poi all'urgenza dell'intervento richiesto sul capitale della Banca, rileviamo che, a quanto abbiamo potuto comprendere dalle informazioni disponibili, la Banca sarebbe stata per il momento posta in sicurezza grazie al prestito obbligazionario sottoscritto dal fondo interbancario, consentendo ... dunque di rinviare l'assunzione della decisione su una possibile nuova operazione sul capitale a una prossima assemblea». Cfr.

¹³Cfr. R. LENER, *Perdite gravi, la BCE non ha esagerato. Carige rischiava la liquidazione coatta*, cit.

Sul punto, infatti, va osservato che, in letteratura, il dibattito in ordine all'ampiezza dell'ambito oggettivo di riferimento della citata disposizione normativa non presenta un orientamento univoco. A fronte dell'opinione di chi ha definito il deterioramento aziendale un requisito «esclusivo» del *removal* collettivo, non ritenendo tale circostanza «riconducibile ad alcuno dei presupposti oggettivi dell'amministrazione straordinaria»¹⁴, si riscontra la tesi per la quale – al di là del tenore letterale della disposizione – sembrerebbe ragionevole propendere per un'interpretazione *estensiva* del rinvio normativo operato dal sopracitato articolo 70 TUB al 69-*octiesdecies*, nel senso di valutare il peggioramento delle condizioni finanziarie dell'ente alla stregua di una condizione valida (*anche*) per il commissariamento dell'impresa bancaria in difficoltà¹⁵. A sostegno di tale tesi vi sarebbe – oltre alla volontà di mantenere una necessaria coerenza dell'intero impianto disciplinare – la presa d'atto che l'amministrazione straordinaria si colloca (almeno logicamente) in una fase “successiva” alla rimozione forzosa del *management*, per cui è verosimile che quel «deterioramento... particolarmente significativo» ne costituisca, anche solo per deduzione, un antecedente (e presupposto di avvio)¹⁶.

Orientamento quest'ultimo che, a nostro avviso, trova conferma nella circostanza che le *gravi perdite* cui fa riferimento l'art. 70 TUB non devono già *risultare per tabulas* al momento della decisione con la quale viene disposta l'amministrazione straordinaria, essendo sufficiente che esse siano *previste* e dunque, con ragionevole probabilità, verificabili (a giudizio dell'Autorità competente in materia)¹⁷. Se ne deduce,

¹⁴Cfr. A. CASTIELLO D'ANTONIO, *l'amministrazione straordinaria delle banche nel nuovo quadro normativo. profili sistematici*, in *anal. giur. econ.*, 2016, n. 2, p. 559.

¹⁵ In tali termini, F. CAPRIGLIONE – I. SUPINO, *Commento all'art. 70 tub*, cit., p. 1001.

¹⁶Cfr. F. CAPRIGLIONE – I. SUPINO, *op. loc. ult. cit.*

¹⁷Se per la sussistenza della condizione richiesta dalla legge dovessero essere prese in considerazione solo le perdite già emergenti dal bilancio o accertate in sede giudiziale, risulterebbe sostanzialmente vanificata ogni possibilità di intervento tempestivo, e verrebbe meno la stessa necessità di ricorrere alla procedura di amministrazione straordinaria, che ha ragion d'essere solo in presenza di crisi ritenute sanabili (cfr. O. CAPOLINO – G. COSCIA – E. GALANTI, *La crisi delle banche e delle imprese*

dunque, che il mero deterioramento della situazione patrimoniale della banca potrebbe comunque essere indice di un futuro andamento negativo della gestione dell'ente ed indurre, dunque, l'Autorità di vigilanza ad avviare la procedura di amministrazione straordinaria qualora essa rinvenisse, come nel caso di specie, elementi tali da reputare verosimile un aggravamento della condizione economica del soggetto destinatario del provvedimento¹⁸.

Tale stima va effettuata avendo riguardo alle previsioni formulate dagli organi interni della banca, quanto a quelle eventualmente elaborate dall'Autorità di vigilanza, soprattutto sulla base delle risultanze ispettive¹⁹. È evidente che, nelle valutazioni di cui trattasi, i soggetti competenti dovranno avere cura di verificare la presenza, sul piano delle concretezze, dei presupposti capaci di compromettere l'idoneità della banca a svolgere la propria attività, accertandosi altresì che i medesimi abbiano o meno carattere temporaneo e reversibile²⁰.

5. La sentenza in commento non è definitiva potendo essere impugnata innanzi alla Corte di Giustizia UE e si pone nel solco di quelle che *in subiecta materia* intervengono tardivamente ad annullare provvedimenti, adottati dalle competenti Autorità di settore, che hanno già dispiegato i propri effetti²¹. La procedura di amministrazione straordinaria avviata nei confronti di Banca Carige, infatti, si è conclusa anzitempo e a breve detto istituto dovrebbe essere acquisito dalla Bper.

Ciò posto, detta pronuncia, criticabile come si è tentato di dimostrare sul piano

finanziarie, a cura di E. Galanti, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, p. 885.

¹⁸Proprio perché le perdite debbono essere «previste», si è sottolineato che la valutazione del presupposto dell'amministrazione straordinaria possa anche prendere in considerazione il futuro andamento economico negativo della gestione (cfr. G. BOCCUZZI, *La crisi dell'impresa bancaria. Profili economici e giuridici*, cit., p. 163).

¹⁹Cfr. T.A.R. Lazio del 20 marzo 1996, in *Banca borsa tit. cred.*, 1997, II, p. 737

²⁰Cfr. A. NIGRO, *Commento sub artt. 70-76*, in M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina e V. Santoro, *Testo Unico bancario*, Milano, 2010, p. 627.

²¹Il riferimento è, tra l'altro, alle recenti sentenze del Tribunale Ue e della Corte di Giustizia UE che si sono espresse con notevole ritardo sul «caso» Tercas.

del merito, offre altresì una discutibile chiave interpretativa del disposto di cui all'articolo 4, paragrafo 3, del Regolamento (UE) n. 1024/2013 del Consiglio, del 15 ottobre 2013, secondo cui «la BCE applica tutto il pertinente diritto dell'Unione» e, nell'ipotesi in cui quest'ultimo sia composto da direttive, «la legislazione nazionale di recepimento». Ad avviso dei giudici, infatti, tale disposizione «non può essere intesa come comprendente due fonti distinte di obblighi, vale a dire il diritto dell'Unione nel suo insieme, ivi comprese le direttive, al quale si dovrebbe aggiungere la legislazione nazionale che le recepisce». Sicché, nel caso di specie, la BCE avrebbe erroneamente applicato oltre al diritto nazionale, le norme del diritto dell'Unione dettate in materia e, in particolare, le disposizioni di cui agli artt. 28 e 29 della direttiva 2014/59/UE. Quanto è stato affermato dal Tribunale UE nella pronuncia in commento potrebbe rappresentare un criterio interpretativo di carattere generale da richiamare ogniqualvolta dovessero essere riscontrate difformità tra la legislazione UE e quelle domestiche. In tali ipotesi, sulla base di quanto affermato dai giudici *de quibus*, la BCE non potrà disconoscere le specificità nazionali al fine di garantire un'interpretazione uniforme secondo i principi della direttiva di riferimento.

Sul punto, la conclusione cui perviene il Tribunale UE non appare condivisibile in quanto non tiene in debito conto, a nostro avviso, l'esigenza di pervenire, sul piano sistemico, a soluzioni esegetiche che riflettono una valutazione globale, complessiva della disciplina che si applica *in subiecta materia* in termini tali che essa sia organica per tutti i paesi dell'Unione, sì da garantire adeguate forme di omogeneizzazione tra gli impianti ordinatori presenti nella zona UE. Occorre osservare, a tacer d'altro, che anche sul piano della logica formale le considerazioni espresse in argomento dai giudici non convincono. Infatti, se ai sensi dell'art. 288 TFUE, la «direttiva vincola lo Stato membro cui è rivolta per quanto riguarda il risultato», la relativa legislazione nazionale di recepimento non può che essere interpretata nel senso in cui orientano i principi e i valori contenuti nel provvedimento europeo. Depone in tal senso, tra l'altro, lo stesso

disposto di cui all'art. 28 della BRRD secondo cui gli organi competenti nel dare esecuzione alle misure di rimozione dell'alta dirigenza e dell'organo di amministrazione, devono agire conformemente *al diritto nazionale e dell'Unione*, pur sempre in accordo con l'Autorità competente la quale è chiamata ad effettuare, *in subiecta materia*, una importante opera di *sintesi* tra le diverse legislazioni, ispirandosi ai principi contenuti nella normativa europea di riferimento.

Ed invero, pure ammettendo che la BCE nel caso di specie avrebbe dovuto applicare esclusivamente la legislazione nazionale di recepimento, l'adesione ad un'interpretazione *estensiva* (e quindi non letterale) della medesima - autorevolmente accreditata nella letteratura in precedenza richiamata - avrebbe comunque legittimato l'Autorità di vigilanza ad attivare la procedura di amministrazione straordinaria nei confronti di Carige. Sicché, in considerazione della difficoltà di delineare con accuratezza l'ambito oggettivo di applicazione della normativa in materia di amministrazione straordinaria, l'interpretazione fornita dalla BCE non appare univocamente *contra legem*. Ne consegue che le conclusioni cui pervengono i giudici non sembrano tener in debito conto il processo evolutivo della sistematica finanziaria, costituendo invece l'esito di un *iter* esegetico delle disposizioni nazionali improntato a formalismo ed eccessiva rigidità interpretativa.

Più in generale, può dirsi che la pronuncia in commento non dovrebbe avere particolari strascichi sulla procedura posta in essere la quale, come si è detto, è ormai definitivamente conclusa. Essa, tuttavia, potrà aprire ad eventuali azioni risarcitorie, attivate da chi ritenga di aver subito una lesione dei propri diritti a seguito della decisione della BCE.

Sul punto, occorre richiamare il disposto di cui all'art. 340, comma 2, TFUE, secondo cui nei casi di «responsabilità extracontrattuale, l'Unione deve risarcire, conformemente ai principi generali comuni ai diritti degli Stati membri, i danni cagionati dalle sue istituzioni o dai loro agenti nell'esercizio delle loro funzioni». Se ne deduce,

che la normativa europea riconosce ai soggetti lesi dalle decisioni degli organi dell'Unione il potere di agire per ottenere il risarcimento dei danni subiti²², demandando, ai sensi dell'artt. 268 TFUE, alla Corte di giustizia la competenza in materia²³.

L'Autorità giudiziaria europea potrà essere chiamata ad effettuare una difficile opera di contemperamento tra i diversi interessi in conflitto. Nello specifico, si ha riguardo al possibile contrasto che potrebbe insorgere tra le esigenze dei soggetti lesi (dai provvedimenti degli organi dell'Unione) e quelle della collettività (cui sono naturalmente preordinati gli atti dei medesimi). Non è un caso che la Corte di Giustizia ha identificato rigidi parametri valutativi da dover rispettare al fine di ottenere il riconoscimento dei danni in virtù di decisioni illegittime assunte dalle Autorità europee.

Si è in presenza in questi casi di una sorta di *probatio diabolica* tenuto conto che coloro che si ritengono danneggiati dovranno essere in grado di dimostrare l'illiceità del comportamento degli organi competenti (i quali avrebbe dovuto violare una norma giuridica volta a conferire diritti ai singoli), nonché il pregiudizio effettivamente patito²⁴. È evidente che la complessità di tale verifica potrebbe scoraggiare la proposizione di eventuali azioni risarcitorie da parte degli aventi diritto i quali dovrebbero provare, secondo i criteri indicati dalla giurisprudenza della Corte, che la violazione sia stata *manifesta e grave*²⁵.

Pertanto, la normativa europea contempla la possibilità di sperimentare azioni

²²Sul punto, cfr., per tutti, M. CONDINANZI, R. MASTROIANNI, *Il contenzioso dell'Unione europea*, Torino, 2009, spec. p. 277.

²³L'azione di danni è un rimedio autonomo, dotato di una propria funzione, distinto dalle altre azioni esperibili e sottoposto a condizioni di esercizio che tengano conto del suo oggetto specifico (cfr. Sentenza della Corte del 28 aprile 1971. Alfons Lütticke GmbH contro Commissione delle Comunità europee, Causa 4-69).

²⁴Cfr., da ultimo, A. DOLMETTA – L. LENTINI, *La Corte di Giustizia sul caso Tercas. Primi scenari*, marzo 2021, dirittobancario.it

²⁵Cfr., per tutte, sebbene in riferimento alla configurabilità della responsabilità dello Stato, Corte di giustizia 4 luglio 2000, causa C-352/98, punto 43; 4 aprile 2017, causa C-337/15 P, punto 31. Al riguardo, vengono espresse in questa sede le medesime perplessità già evidenziate in D. ROSSANO, *La Corte di giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno, la beffa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2019, p. 9 ss.

di risarcimento per i danni subiti a seguito di illecito comportamento degli organi dell'Unione; tuttavia, l'identificazione di rigidi criteri probatori che la giurisprudenza della Corte prevede, rende difficile, a nostro avviso, l'accoglimento di possibili ricorsi se non forse, come nel caso di specie, con riferimento a questioni di carattere procedurale²⁶.

In conclusione, può dirsi che la sentenza in commento, qui criticata, pone in evidenza le carenze del sistema dei controlli bancari e, più in generale, dell'impianto normativo europeo *post* crisi²⁷, contribuendo ad alimentare i dubbi sull'efficacia degli strumenti tecnici identificati in sede UE, tesi a contrastare i possibili fenomeni di turbolenza finanziaria. È triste dover constatare come si sia evidentemente ancora lontani dall'obiettivo di una reale *unità d'intenti* in Europa, auspicato, già nel XIX secolo, da Napoleone Bonaparte e sintetizzato in una frase a quest'ultimo attribuita: «abbiamo bisogno di una legge europea, ... abbiamo bisogno delle stesse leggi per tutta Europa».

Diego Rossano

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"

²⁶Sottolinea D. GALLO, *Aiuti di Stato e risarcimento del danno*, in *Eurojus*, 3, 2019, p. 87 con riferimento a provvedimenti adottati in materia di aiuti di Stato che «dalla giurisprudenza UE emerge il dato che finora il risarcimento è stato concesso, nei casi di decisioni illegittime della Commissione in materia di aiuti, solamente quando la violazione grave insiste su una questione di carattere procedurale».

²⁷Sul punto, cfr. I. ANGELONI, *Vigilanza, la lotta tra Bce e Corte UE che genera debolezza*, in *Il Sole 24 ore* del 20 ottobre 2022.

SENTENZA

16 MAGGIO 2022 N. 486

REPUBBLICA ITALIANA

IN NOME DEL POPOLO ITALIANO

Il Tribunale Ordinario di Forlì, in persona del dott. Emanuele Picci, ha pronunciato la seguente

S E N T E N Z A

nel procedimento iscritto al n. 1038 di registro generale dell'anno 2019, avente ad oggetto: fideiussione - polizza fideiussoria; promosso da XXXXX XXXX (c.f. XXXXX) e XXXXX XXXXX (c.f. XXXXX), rappresentate e difese dall'avv. XXXXX XXXX (c.f. XXXXXX), elettivamente domiciliate in XXXXXX, giusta procura in atti; attori - opposenti contro XXXXX XXXX (c.f. XXXXXX), rappresenta e difesa dall'avv. XXXXX XXXX (c.f. XXXXXX), domiciliata in XXXXXX, con procura in atti; convenuto - opposto - ooOoo - Conclusioni per XXXXX XXXXX e XXXXX XXXXX: "Voglia l'Ill.mo Giudice adito, contrariis reiectis, accogliere la presente opposizione e revocare e/o annullare il decreto ingiuntivo opposto, perché invalido, ingiusto e/o illegittimo e/o inammissibile o, comunque, emesso in base ad un contratto nullo, oltre che infondato e non provato, dichiarando che nulla è dovuto dalle opposenti alla XXXXX S.p.A.; Con vittoria nelle spese, competenze legali del giudizio, oltre IVA e CPA come per legge". Conclusioni per XXXXX SP.A.: "Piaccia al Tribunale Ill.mo, ogni contraria istanza disattesa e reietta, In via principale, nel merito: (i) munire il decreto ingiuntivo opposto della clausola di provvisoria esecutività, per il pagamento da parte delle Signore XXXXX XXXXX ed XXXXX XXXXX della somma di Euro 3.145.700,00, oltre interessi fino al giorno dell'effettivo soddisfo e spese come da Decreto Ingiuntivo oggetto di causa; (ii) rigettare le domande di parte opponente, in quanto infondate in fatto ed in diritto per i motivi di cui in narrativa e, per l'effetto, confermare il Decreto Ingiuntivo del Tribunale di Forlì quivi opposto, R.G. 3870/2018, n. 1693/2018 del 14.12.2018, con ogni conseguente pronuncia. In ogni caso: con vittoria di spese, competenze ed onorari, oltre IVA e c.p.a.". - ooOoo - MOTIVI DELLA DECISIONE 2 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 1. Premessa. Il decreto ingiuntivo e le posizioni delle parti. 1.1 Con atto di citazione ritualmente notificato, XXXXX XXXXX e XXXXX XXXXX, nelle loro qualità di garanti, hanno opposto il decreto ingiuntivo n. 1693/18 del 14.12.2018, a mezzo del quale XXXXX S.p.a., quale cessionaria del credito di XXXXX, ha ingiunto, nei loro confronti, il pagamento dell'importo, pari ad € 3.145.700,00. 1.2 Innanzi al Giudice del monitorio, la Banca ingiungente ha esposto che: a) in data

12.11.2015, XXXXXXX. e XXXXX XXXXXXXXXXXXXXX stipulavano un contratto di accollo (c.d. convenzione di accollo), in virtù del quale la predetta XXXXX si sarebbe accollata le quote di debito originariamente in capo alla società XXXXX e, con separato accordo, la debitrice principale XXXXX XXXXXXXXXXXXXXX sottoscriveva un piano di rientro per il pagamento dell'intero importo del debito accollato, pari ad € 7.175.676,29; b) ai sensi dell'art. 3.1 del citato contratto, il mancato pagamento di due rate degli interessi di preammortamento o anche della sola quota capitale avrebbe comportato per la debitrice principale la decadenza dal beneficio del termine e, in base al successivo art. 3.2, XXXXX XXXXX e XXXXX XXXXX ne avrebbero assicurato in parte il pagamento, concedendo fideiussione specifica fino alla concorrenza di €3.145.700,00; c) con missive del mese di aprile 2017, le garanti venivano informate della revoca dell'affidamento e, in seguito, XXXXXXX cedeva in blocco crediti e debiti a XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX, tra cui il credito in oggetto; d) infine, con atto del 28.06.2018, la XXXXXXXXXXXXXXX cedeva e trasferiva al Fondo Comune di Investimento gestito da XXXXX s.p.a. i crediti ceduti da XXXX. 1.3 Come detto, avverso la citata ingiunzione, si sono opposte XXXXX XXXXX e XXXXX XXXXX, sollevando l'eccezione di nullità dei contratti fideiussori per violazione della normativa sulla concorrenza, in considerazione della riproduzione delle clausole di cui allo schema ABI, censurate con provvedimento n. 55/2005 della Banca d'Italia. 1.4 In via pregiudiziale, XXXXX SP.A. ha contestato l'applicabilità della legge italiana in materia antitrust, tenuto conto della soggezione alla legge sammarinese. Nel merito, la Banca opposta ha dedotto l'infondatezza dell'eccezione di nullità, stante la natura della fideiussione in questione, quale specifica e non omnibus, in subordine, la stessa ha chiesto di limitare la nullità alle sole clausole corrispondenti a quelle del modello ABI. 2. L'applicabilità della legge italiana antitrust. Ciò premesso, l'opposizione non merita accoglimento per le ragioni di seguito esposte. 2.1 In rito, non può essere condivisa l'eccezione della parte convenuta opposta circa l'inapplicabilità della normativa italiana antitrust, di cui alla legge n. 287/90, secondo l'assunto che i contratti fideiussori sarebbero stati sottoscritti con XXXXXXXa, quale istituto di credito avente sede nella Repubblica di San Marino. 3 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 2.2 Relativamente all'individuazione della legge applicabile nell'ipotesi di un contratto stipulato con un istituto di credito, avente sede legale nella Repubblica di San Marino, l'adito Tribunale condivide il convincimento espresso dal Tribunale di Rimini, con sentenza n. 1014/15 del 24.07.2015. 2.3 Ancorché occupandosi di censure in materia di usura, ma con principio estensibile al caso in commento, il Tribunale riminese osserva come dovrebbe trovare applicazione il diritto sammarinese, ai sensi dell'art. 57 della legge n. 28/95, secondo cui: «Le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa

esecutiva con la L. 18 dicembre 1984, n. 975, senz pregiudizio delle altre convenzioni internazionali, in quanto applicabili». A sua volta, l'art. 4 della l. n. 975/84 - recante disposizioni in materia di ratifica ed esecuzione della convenzione sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, con protocollo e due dichiarazioni comuni, adottata a Roma il 19 giugno 1980 -, prevede che: «Nella misura in cui la legge che regola il contratto non sia stata scelta a norma dell'art. 3, il contratto è regolato dalla legge del paese col quale presenta il collegamento più stretto [...] si presume che il contratto presenti il collegamento più stretto col paese in cui la parte che deve fornire la prestazione caratteristica ha, al momento della conclusione del contratto, la propria residenza abituale o, se si tratta di una società, associazione o persona giuridica, la propria amministrazione centrale [...]» (v. art. 4, commi 1° e 2°). Ai fini dell'applicazione della citata disposizione, il collegamento più stretto è individuato nella prestazione fornita dalla banca [...].

2.4 Ciò nonostante, l'ingresso della normativa sammarinese non è possibile, in forza dell'art. 16 della Convenzione di Roma, ai sensi della quale: "L'applicazione di una norma della legge designata dalla presente convenzione può essere esclusa solo se tale applicazione sia manifestamente incompatibile con l'ordine pubblico del foro" (Trib. Rimini, cit.). Tale incompatibilità discende dalla legislazione italiana che, all'art. 117, t.u.b., stabilisce che i contratti di c/c devono essere redatti per iscritto a pena di nullità. Non solo, ma tali contratti devono anche indicare: «il tasso d'interesse e ogni altro prezzo e condizione praticati, inclusi, per i contratti di credito, gli eventuali maggiori oneri in caso di mora» (v. art. 117, co. 4°, cit.). Inoltre, l'inosservanza di tale previsione è colpita con la sanzione della nullità e viene stabilito un meccanismo automatico di sostituzione dei tassi o degli altri prezzi e condizioni contrattuali. Come saggiamente chiarito dal Tribunale di Rimini: “le norme italiane in materia di forma e oggetto dei contratti bancari sono norme di ordine pubblico, essendo a presidio di interessi pubblici, afferenti al corretto funzionamento del mercato del credito, alla salvaguardia del risparmio e alla tutela della parte più debole dei rapporti bancari” (v. Trib. Rimini, cit.).

2.5 Dunque, sono condivise le stesse conclusioni, ossia che sia necessario applicare la normativa italiana, ai sensi dell'art. 16, co. 2°, l. n. 218/95. A tal proposito, è bene chiarire il convincimento che rende possibile l'estensione al caso in commento del percorso argomentativo precedentemente espresso dal Tribunale di Rimini.

2.6 Ebbene, la normativa anticoncorrenziale è posta a presidio dell'ordine pubblico economico, quale species del più ampio genus dell'ordine pubblico, fondando la propria ratio nella garanzia e nel corretto svolgimento delle attività contrattuali ed economiche poste in essere sia dai privati che dalle imprese all'interno del mercato, nonché nella tutela dei soggetti deboli (consumatore e piccole-medie imprese), i quali hanno minore forza economica e soffrono una disparità informativa rispetto all'altra parte contraente.

4 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG

n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 2.7 In specie, la portata della legge antitrust ha come destinatari tutti quei soggetti che abbiano un interesse alla salvaguardia del carattere competitivo del mercato. Difatti, il consumatore, o l'impresa richiedente il finanziamento, a fronte di un'intesa a monte restrittiva della concorrenza, vede eluso il proprio diritto a che gli vengano offerti più prodotti, con la conseguenza che il contratto a valle rappresenta lo sbocco dell'intesa anticoncorrenziale, privando la capacità di scelta del contraente finale. 2.8 L'art. 2 della legge antitrust, al secondo comma, vieta alle imprese le intese che abbiano per oggetto - o per effetto - di impedire, restringere o falsare in maniera consistente il gioco della concorrenza all'interno del mercato nazionale o in una sua parte rilevante, elencando una serie di attività esemplificative di tali accordi e sancendone la nullità, al successivo comma 3, quale sanzione nell'ipotesi vengano realizzate in violazione di tale disposizione. Dunque, al caso in oggetto, trova applicazione la normativa nazionale. 3. La nullità delle fideiussioni specifiche per contrarietà alla normativa antitrust. 3.1. Esaminando, a questo punto, la principale questione introdotta da parte attrice opponente, la quale si duole della nullità del contratto fideiussorio, giova rammentare che in materia sono intervenute le Sezioni Unite della Corte di Cassazione, con la sentenza n. 41994/21. 3.2. Le Sezioni Unite hanno posto fine al dibattito giurisprudenziale che era sorto in ordine al rimedio, se caducatorio o risarcitorio, esperibile dal garante che abbia concesso una fideiussione omnibus, riprodotiva delle clausole nn. 2, 6, 8 dello schema predisposto dall'ABI, censurate con provvedimento n. 55/2005, all'esito all'indagine avviata dalla Banca d'Italia, al fine di verificare la compatibilità del suddetto schema con la disciplina antitrust. 3.3. All'esito dell'iter logico-argomentativo tracciato nella citata pronuncia, in ossequio al principio di conservazione degli atti negoziali, la Suprema Corte ha sancito che, nei casi in cui nel contratto di fideiussione omnibus a valle siano riprodotte le tre clausole dichiarate nulle dalla Banca d'Italia, il medesimo è nullo limitatamente ad esse, in quanto riprodotte dello schema illecito a monte, adottato in violazione della disciplina antitrust sia nazionale che eurounitaria, salvo che sia dimostrata una diversa volontà delle parti «nel senso dell'essenzialità della parte del contratto colpita da nullità». 3.4. Relativamente al caso in oggetto, la fideiussione è stata rilasciata in data 12.11.2015 (all. 2 fasc. attore), ma dal tenore del contratto si evince chiaramente che non si tratta di una fideiussione omnibus, bensì specifica, in quanto prestata a garanzia di una determinata operazione bancaria, quella cioè descritta in parte narrativa (sub § 1.2). 5 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 3.5 La differenza tra fideiussione omnibus e fideiussione specifica attiene alla differente ampiezza dell'affare al quale è posta come garanzia, la prima per tutti i rapporti bancari anche futuri, mentre la seconda per uno specifico affare tra cliente e banca. 3.6 Ciò si desume chiaramente dal contenuto del contratto,

denominato «contratto di fideiussione specifica», in cui le odierne opposenti dichiarano l'intenzione di rilasciare fideiussione specifica e solidale fino alla concorrenza di €3.145.700,00, a garanzia del pagamento del «Debito X XXXXX», secondo i termini stabiliti nel piano di rientro allegato alla medesima fideiussione. La fideiussione veniva prestata a garanzia delle obbligazioni assunte sulla scorta della convenzione di accollo, stipulata tra Banca e debitore principale, e del piano di rientro relativo al debito contratto. Nello stesso senso, l'art. 1 del contratto oggetto di causa, rubricato «oggetto della fideiussione», enuncia che la medesima garantisce il pagamento del debito e di tutto quanto dovuto dal debitore principale alla Banca. 3.7 Pertanto, il contratto oggetto di causa, del 12.11.2015, firmato dalle attrici opposenti, costituisce un'ipotesi di fideiussione specifica, non rientrando così nell'ambito di applicazione del provvedimento della Banca d'Italia n. 55/2005, che ha dichiarato la contrarietà alla l. n. 287/1990 degli artt. 2, 6, 8 dello schema ABI del 2002, esclusivamente con riferimento alle fideiussioni omnibus riprodotte di tale schema contrattuale vietato a monte. 3.8 Il provvedimento della Banca d'Italia ha concluso nel senso della lesività della concorrenza da parte dei suddetti articoli ma, si badi, di uno schema contrattuale che l'ABI aveva predisposto solo per le fideiussioni omnibus. 3.9 In altri termini, le clausole dei singoli contratti fideiussori, proprio in considerazione della pedissequa riproduzione di uno schema predisposto al di fuori della normale trattativa tra banca e cliente finale, e proprio perché applicate in modo uniforme dagli istituti di credito, alterano e sovvertono la ratio della disciplina antitrust così come sopra descritta (v. § 2.6 e ss., supra), ponendosi in contrasto con l'articolo 2, comma 2, lettera a), della legge n. 287/90. 3.10 È la standardizzazione di tale modello contrattuale, recante le clausole de qua, a fissare condizioni causative di una posizione squilibrata a carico delle parti, per cui il contraente debole si vedrà preclusa la libertà di scelta del «tipo» da concludere, incidendo negativamente sulla concorrenza. 3.11 Ecco, dunque, che ben si coglie la differenza rispetto alla fideiussione specifica. Quest'ultima inerisce ad uno specifico affare, diversamente dalla tipologia «omnibus», con la conseguenza che può presumersi che sia il risultato di una concreta interlocuzione tra banca e cliente, trattandosi comunque di una presunzione che potrà essere vinta solo nell'ipotesi in cui venga dimostrato che le clausole siano omogenee ad altre proposte ed applicate da ulteriori istituti di credito, a tal punto da pervenire al convincimento che sussista un'intesa restrittiva della concorrenza. 6 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 3.12 Allo stesso modo, non è applicabile il principio di diritto delle Sezioni Unite, sent. n. 41994/21, cit., le quali hanno concluso per la nullità parziale di dette clausole, in quanto anche il caso sottoposto al vaglio della Suprema Corte riguardava proprio una fideiussione omnibus. 3.13 Ed inoltre, la Corte, anche per le fideiussioni omnibus, ha ribadito che spetta ai contraenti, ai fini dell'accertamento di nullità dell'intero

contratto, la dimostrazione che non lo avrebbero concluso senza la parte o la clausola affetta da nullità. Difatti, la nullità non investe il contratto nella sua interezza se la singola clausola è dotata di autonomia rispetto all'atto in cui è inserita; di converso, la pronuncia di nullità riguarderà il contratto nel suo complesso, qualora venga provata la relazione inscindibile di essa con il resto. 3.14 Anche qualora si volesse applicare il citato pronunciamento nomofilattico al caso in oggetto, occorre evidenziare che la parte attrice eccepisce la nullità dell'intera fideiussione, in specie della clausola di deroga ai termini ex art. 1957 c.c., sicché spetterebbe alla medesima parte l'onere di dimostrare la diversa volontà, sulla scorta della quale non avrebbe sottoscritto il contratto fideiussorio senza le clausole sopra richiamate. D'altronde, trattandosi di fideiussione specifica, non è automatica la declaratoria di nullità parziale delle clausole restrittive della concorrenza - nn. 2, 6, 8 - come invece avviene nelle fideiussioni omnibus. 3.15 Seppure si volesse estendere la tutela del rimedio caducatorio alle singole clausole anticoncorrenziali riprodotte nella fideiussione specifica, la parte attrice opponente avrebbe dovuto assolvere ad un onere probatorio più consistente, quantomeno dimostrando l'usuale utilizzo da un novero di istituti bancari dello stesso schema di fideiussione che, perciò, si rivela il risultato di una prassi uniforme, dunque, frutto di intese anticoncorrenziali a monte (v. § 3.11, supra). 3.16 In altre parole, avrebbe dovuto fornire un'allegazione documentale più rigorosa e adeguata a sostenere le argomentazioni poste a fondamento della propria eccezione. Ed invece, l'opponente non ha in nessun modo fornito questa prova, in quanto ha solamente allegato agli atti lo schema predisposto dall'ABI nel 2003, nonché il provvedimento di Banca d'Italia n. 55 del 2005 (all. 1 e 3 fasc. attore). 3.17 Tuttavia, al provvedimento di Banca d'Italia del 2005 va attribuito un valore probatorio particolarmente intenso per le sole fideiussioni omnibus rilasciate nel periodo 2003-2005, in cui si è svolta l'istruttoria avviata dalla stessa, poiché la circostanza che il contratto fideiussorio a valle, riprodotto delle clausole sanzionate dalla Banca d'Italia a monte, sia indice di una violazione restrittiva della concorrenza costituisce una presunzione relativa sì, ma in concreto difficilmente superabile dalla parte che intenda contrastare l'eccezione di nullità formulata dal fideiussore. 3.18 Al contrario, le eccezioni di nullità avverso contratti fideiussori rilasciati nel periodo successivo all'anno 2005 vanno integrate da un compendio probatorio idoneo a raffigurare 7 Sentenza n. 486/2022 pubbl. il 16/05/2022 RG n. 1038/2019 Repert. n. 953/2022 del 16/05/2022 l'assenza di trattative tra le parti e l'impossibilità di scegliere e determinare il contenuto del contratto da stipulare. 3.19 Dunque, pur ponendo in ipotesi l'estensione della pronuncia delle Sezioni Unite ai casi di fideiussione specifica, occorre comunque evidenziare che, trattandosi di fideiussione rilasciata nell'anno 2015, la parte attrice opponente non ha assolto integralmente al proprio onere assertivo ed asseverativo. 4. Il decreto ingiuntivo opposto va, infine, confermato. La reciproca soccombenza e la

novità della questione trattata giustificano la compensazione integrale delle spese di lite. p.q.m. definitivamente pronunciando sul proc. n. 1038 dell'anno 2019, ogni diversa domanda ed eccezione assorbita o rigettata, così provvede: rigetta l'opposizione e, per l'effetto, conferma il decreto ingiuntivo n. 1693/2018 del 14.12.2018; compensa per intero le spese di lite; dispone infine che, ai sensi dell'art. 52, d.lgs. n.196/03, in caso di diffusione della presente sentenza in qualsiasi forma, per finalità di informazione giuridica, su riviste, supporti elettronici o mediante reti di comunicazione elettronica, sia omessa l'indicazione delle generalità e degli altri dati identificativi degli interessati. Forlì, 12/05/2022.

Il Giudice Emanuele Picci

ANCORA SU DIRITTO ANTITRUST E FIDEIUSSIONI BANCARIE *

(Once again on antitrust law and bank guarantees)

SOMMARIO: 1. Il contesto – 2. Il caso – 3. Fideiussione omnibus versus fideiussione specifica – 4. Considerazioni conclusive.

1. Il Tribunale di Forlì affronta alcune delle numerose e spinose questioni originate dal provvedimento n. 55 del 2 maggio 2005¹ con il quale la Banca d'Italia (*ratione temporis* competente in materia)² ha dichiarato alcune clausole contenute nelle fideiussioni bancarie conformi allo schema predisposto dall'ABI nel 2003, se oggetto di applicazione uniforme, in contrasto con la normativa antitrust, e in particolare con l'art. 2, comma 2, lett. a) della legge n. 287 del 1990 che vieta, sancendo la nullità delle stesse, le intese tra imprese che abbiano per oggetto o per effetto quello di impedire, restringere o falsare in maniera consistente il gioco della concorrenza³.

Si tratta, invero, di argomento che rientra nella più ampia e annosa problematica della standardizzazione dei contratti bancari e del conseguente controllo sul piano della

*Contributo approvato dai revisori.

¹ Provvedimento della Banca d'Italia n. 55.5.2005 "ABI- Condizioni generali di contratto per la fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie", su parere conforme dell'AGCM n. 14251/20095, in *Boll. Autorità conc. merc.*, 16.5.2005, n. 17, pp. 97-113. Nel 2002 l'Associazione Bancaria Italiana predispose uno schema negoziale tipo per la fideiussione a garanzia di operazioni bancarie. La Banca d'Italia, dopo la comunicazione del testo, nel 2003 avviò un'istruttoria con lo scopo di verificare la compatibilità dello stesso con la disciplina antitrust. Contrario all'applicabilità della normativa *antitrust* alle fideiussioni *omnibus* è ROSSI, *In difesa della fideiussione omnibus ABI*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, n. 1, p. 141 ss., il quale evidenzia in modo dettagliato alcune criticità nell'istruttoria della Banca d'Italia.

² La Banca d'Italia ha reso il provvedimento quale Autorità garante della concorrenza fra istituti di creditizi ai sensi della l. 287 del 1990, art. 14 e 20. Successivamente, con la l. n. 262 del 2005 i medesimi poteri sono stati trasferiti all'AGCM, cfr. NEGRINI, TRIFILDIS, *Il ruolo della banca d'Italia nella legge 287/90*, in *Scritti in onore di Pietro De Vecchis*, Roma, 1999, p. 661 ss.

³ Cfr. TADDEI ELMI, *Tutele civili e antitrust. La tutela di fronte all'Agcm*, in *Concorrenza e mercato. Le tutele civili delle imprese e dei consumatori*, a cura di Vettori, Padova, 2005, p. 44 ss.; PARDOLESI, *Art. 2. Intese restrittive della libertà di concorrenza*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di Frignani-Pardolesi-Patroni Griffi-Ubertazzi, I, Bologna, 1993, p. 145 ss.

compatibilità con il diritto *antitrust* delle NUB⁴; questione quest'ultima esaminata anche dalla Corte di Giustizia dell'Unione Europea che ne ha accertato in via di principio la liceità⁵, rimettendo al diritto nazionale la disciplina rimediale in caso di violazione della normativa in materia

Al provvedimento del 2005 è conseguito un acceso e nutrito dibattito in dottrina in ordine alla individuazione degli effetti delle intese anticoncorrenziali realizzate “a monte” sui contratti di fideiussione “a valle”⁶ e dei possibili presidi, se caducatori o risarcitori, a tutela dei garanti che abbiano concesso una fideiussione riproduttiva del modello anticoncorrenziale⁷. La *querelle* ha in sostanza avuto ad oggetto le ricadute della nullità dell'intesa sul singolo contratto che recepisce al suo interno le NUB dichiarate illegittime⁸.

Sul punto, come è noto, è intervenuta la pronuncia della Suprema Corte a Sezioni Unite n. 41994 del 30 dicembre 2021⁹ che ha finalmente e definitivamente (ci si

⁴ Cfr. REALMONTE, *Condizioni generali di contratto e norme uniformi bancarie*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di Portale, Milano, 1978, p. 89 ss.; DONATIVI, *Le NUB fra disciplina antitrust e tutela dell'utente di operazioni e servizi bancari bancarie finanziari*, in *Riv. dir. impr.*, 1996, p. 401 ss.; MAIMERI, *Potere contrattuale e norme bancarie uniformi*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, n. 1, p. 209 ss.; UBERTAZZI, *Ancora su norme bancarie uniformi e diritto antitrust*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 1997, n. 1, p. 415 ss.; SALANITRO, *Disciplina antitrust e contratti bancari*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 1995, II, p. 88 ss.

⁵ Cfr. Corte Giust. Ce, Sez. VI, 21.1.1999, causa C-215/96 la quale ha escluso la violazione della concorrenza.

⁶ Cfr. AMENDOLAGINE, *L'illecito antitrust tra intesa “a monte” e fideiussione omnibus “a valle”*, in *NGCC*, 2021, n. 2, p. 295. CALABRESE, *Fideiussione omnibus “a valle”: illecito antitrust e nullità (parziale?)*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2019, I, p. 517 ss.; CAZZETTA, *Validità dei contratti bancari: è la volta della fideiussione omnibus*, in *giustiziacivile.com*, 2019, n. 9, p. 20 ss.; MAGLIULO, *Nullità della fideiussione omnibus per violazione della normativa antitrust: fatto costitutivo e smarrimenti giurisprudenziali*, in *Judicium*, 2020, n. 3, p. 428 ss.; BRESOLINI, *La Cassazione ritorna sulla fideiussione conforme al modello ABI*, in *NGCC*, 2020, n. 4, pt. 1, p. 768 ss.

⁷ Per Cass. SS.UU. 4.2.2005, n. 2207 intervenuta sulla questione delle esternalità del contratto: “Il contatto “a valle” è proiezione esecutiva dell'intesa, e oltre a estrinsecarla, la attua”. Sul punto si consente il rinvio a SABBATELLI, *Cospirazioni anticompetitive e interesse del consumatore*, in *NGGC*, 2005, n. 5, p. 695 ss.

⁸ Sul punto *ex multis*, in generale, cfr. LONGOBUCCO, *Contratti bancari e normativa antitrust*, in *I contratti bancari*, a cura di Capobianco, Milano, 2016, p. 319 ss.; DI PORTO, *Banche e concorrenza*, in *Corso di legislazione bancaria. Approfondimenti sulla legislazione bancaria vigente*, II, Pisa, 2010, p. 85 ss.

⁹ Si rinvia ai numerosi contributi di approfondimento, cfr. DOLMETTA, *Fideiussioni bancarie e*

auspica) posto fine alla riferita *querelle* che aveva diviso dottrina e prassi pretoria¹⁰ sulla natura della nullità dei contratti “a valle” dell’intesa vietata¹¹. Gli Ermellini hanno qualificato come parziale ex art. 1419 c.c. la nullità (che quindi opera in relazione alle sole clausole riprodotte di quelle dello schema unilaterale costituente l’intesa vietata)¹², dei contratti “a valle” salvo che sia desumibile dal contratto, o sia altrimenti comprovata, una diversa volontà delle parti in merito all’essenzialità rispetto all’assetto contrattuale¹³ di tali clausole¹⁴, escludendo così le differenti tesi che propugnavano o la nullità assoluta¹⁵ o una tutela di tipo meramente risarcitorio¹⁶.

normativa antitrust: l’«urgenza della tutela reale; la «qualità» della tutela reale, in *Riv. dir. bancario*, 2022, gennaio/marzo, p. 1 ss.; SEIDITA, *Nullità parziale delle fideiussioni “omnibus” redatte secondo lo schema ABI*, in *GiustiziaCivile.com*, 31.1.2022; TARANTINO, *Fideiussioni redatte secondo lo schema ABI: contratto salvo, nulle solo le clausole ‘anticorcorrenziali’*, in *Diritto & Giustizia*, 2021, p.11 ss.; ANTILLO, *La sorte dei contratti c.d. a valle dopo le Sezioni Unite*, in *GiustiziaCivile.com*, 25.2.2022; GRECO, ZURLO, *Nullità parziale delle fideiussioni: la sentenza in chiaroscuro delle Sezioni Unite*, in *Resp. civ. e prev.*, 2022, n. 3, p. 821 ss.

¹⁰ Sulla nullità parziale si erano espresse anche Cass. 26.9.2019, n. 24044 e Cass. 13.2.2020, n. 3556, oltre che ABF, Collegio di Coordinamento, 19.8.2020, n. 14555, al sito *www.dejure.it*. Per un commento della sentenza n. 24044 del 2019, cfr. MORESCO, *Fideiussioni omnibus su moduli standard ABI: condizioni generali di contratto anticorcorrenziali e nullità parziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, n. 1, p. 85 ss.

¹¹ Sulla nullità in senso generico del contratto di fideiussione a valle, cfr. Cass., 12.12.2017, n. 29810. Per una rassegna della giurisprudenza sul punto, cfr. LIBERTINI, *Gli effetti delle intese restrittive della concorrenza sui cd. “contratti a valle”. Un commento sullo stato della giurisprudenza in Italia*, in *NGCC*, 2010, n. 2, p. 378. In dottrina, PARDOLESI, *Cartello e contratti dei consumatori; da Leibniz a Sansone*, in *Foro. It.*, 2004, I, p. 496 ss.; D’ORSI, *Nullità dell’intesa e contratto “a valle” nel diritto antitrust*, in *Giur. comm.*, 2019, n. 2 p. 575 ss.; MAUGERI, *Breve nota sui contratti a valle*, in *NGCC*, 2020, n. 2, p. 415 ss., al sito *www.dejure.it*.

¹² Cfr. BACHELET, *La “decodificazione” giurisprudenziale dell’art. 1419, primo comma, c.c. e le sue fattispecie*, in *Europa e dir. priv.*, 2021, n. 3, p. 554 ss.

¹³ Cfr. G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 406 ss.; MASSARELLI, *Il vaglio di essenzialità delle clausole ABI, contenute nei modelli di fideiussione omnibus censurati dalla Banca d’Italia*, in *I Contratti*, 2021, n. 3, p. 287 ss.; DELFINI, *Norme dispositive e determinazione del contenuto del contratto*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 202, n. 2, p. 547 ss.; ALBANESE, *Buona fede contratto legge*, in *Europa e dir. priv.*, p. 21 ss.; TUCCI, in *Meritevolezza degli interessi ed equilibrio contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, p. 141 ss.

¹⁴ Per la prassi pretoria precedente alla pronuncia delle SS.UU., cfr. Trib. Verona, 29.1.2021; Trib. Vicenza, 12.1.2021; Trib. Prato, 16.1.2021; App. Palermo, 31.12.2020; Trib. Napoli, 4.12.2020; App. Torino, 20.7.2020; Trib. Lanciano, 7.7.2020; Trib. Forlì, 4.6.2020; Trib. Milano, 23.1.2020; Trib. Pesaro, Trib. Cagliari, 23.1.2020; App. Milano, 22.1.2020; Trib. Verona, 20.12.2019; Trib. Roma, 3.5.2019; Trib. Padova 29.1.2019; Trib. Mantova 16.1.2019; Trib. Benevento, 25.5.2019; Trib. Milano, 29.1.2019. In dottrina, cfr. NATOLI, *Garanzie personali*, in *Arbitro bancario e finanziario*, a cura di Conte, Milano, 2021, p. 117 ss.

¹⁵ Cf. Trib. Roma, 26.7.2018; Trib. Terni, 20.11.2020; Trib. S.M. Capua Vetere, 13.1.2020; Trib. Matera, 6.7.2020; Trib. Trapani, 1.7.2020; App. Bari, 15.1.2000; Trib. Imperia, 14.5.2020; Trib. Belluno,

Deve sottolinearsi come lo scontro sul punto abbia quasi oscurato altre questioni di grande interesse sotto il profilo giuridico, in particolare una - che recentemente ha però ripreso vigore - ¹⁷ sulla quale nel corso degli anni si sono succeduti orientamenti diversi e contrastanti (nonostante le indicazioni fornite dalla Corte di legittimità)¹⁸. Ci si riferisce alla questione della qualificazione giuridica della fideiussione *omnibus* o quale fideiussione ordinaria, di derivazione codicistica¹⁹, parzialmente derogatoria al diritto comune, oppure quale vera e propria garanzia atipica appartenente al *genus* del contratto autonomo di garanzia²⁰. D'altro canto, si è intensificato il confronto nella

25.1.2019; Trib. Salerno, 3.2.2020; Trib. Siena, 14.5.2020, al sito www.dejure.it.

¹⁶ Cfr. DENOZZA, *Incongruenze, paradossi e molti vizi della tesi del solo risarcimento per le vittime di intese ed abusi*, in NGCC, 2020, n. 2, p. 406 ss.; CAMILLERI, *Validità della fideiussione omnibus conforme a schema tipo ABI e invocabilità della sola tutela riparatoria in chiave correttiva*, ibidem, p. 397.

¹⁷ Cfr. Cass. 17.6.2022, n. 19693; Cass.18.2.2022, n. 5423; App. Torino, 28.6.2022, n. 721; Trib. Milano, 21.6.2022, n. 5481; App. Brescia, 6.5.2022, n. 553; Trib. Forlì, 28.4.2022, n. 395; Trib. Bergamo, 10.1.2022, n. 10; App. Venezia, 28.4.2021, n. 1282; Trib. Roma, Sez. 24.11.2021; Trib. Lucca, 27.5.2021; Trib. Ancona, 28.4. 2021; Trib. Biella, 13.4.2021. In dottrina, ILLUMINATI, *Contratto autonomo di garanzia e clausole vessatorie*, in *GiustiziaCivile.com* 29.4.2022; GOLLA, *Tutela del consumatore, codice del consumo e contratto autonomo di garanzia*, in *GiustiziaCivile.com*, 16.5.2022; PAGLIANTINI, *La fideiussione consumeristica: cronaca di un misunderstanding all'italiana*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2021, n. 1, p. 107 ss. in part. 140 ss.

¹⁸ Cr. Cass. SS.UU., 18.2.18. 2010, n. 39479 con la quale i Giudici di legittimità hanno statuito che la clausola di pagamento a prima o semplice richiesta scritta e senza eccezioni, sulla quale sono stati chiamati a decidere, è di per sé idonea e sufficiente a trasformare un contratto di fideiussione in un contratto autonomo di garanzia, con la conseguenza per cui il garante può opporre eccezioni attinenti alla validità del contratto stesso, ma non di quello in relazione al quale ha prestato la garanzia, salva la possibilità di opporre l'*exceptio doli* e ove le eccezioni attengano a nullità del contratto presupposto per contrarietà a norme imperative o per illiceità della causa.

¹⁹Sulla fideiussione in generale, cfr. ANGELICI, *Le garanzie bancarie*, in *Trattato Rescigno*, XII, Torino, 1985, p. 1023 ss.; ROPPO, *Fideiussione omnibus: valutazioni critiche e spunti propositivi*, in *BBTC*, 1987, I, p. 146 ss.; RISI, *La fideiussione*, Padova, 2005; PETTI, *La fideiussione e le garanzie personali del credito*, Padova, 2006; MACARIO, *I singoli contratti. Garanzie personali*, in *Trattato Sacco*, X, Torino, 2009, p. 86 ss.; STELLA, *Le garanzie del credito*, in *Trattato Iudica-Zatti*, Milano, 2010; BATTELLI, *La fideiussione*, in *I contratti bancari*, a cura di Piraino-Cherti, Torino, 2016, p. 349 ss. DI SABATO, *La fideiussione*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2019, n. 1, p. 3 ss.

²⁰ Cfr. G.B. PORTALE, *Fideiussione e Garantievertrag nella prassi bancaria*, in *Le operazioni bancarie*, a cura di G. B. Portale, II, Milano, 1978; CALDERALE, *Fideiussione e contratto autonomo di garanzia*, Bari, 1989; CARLI, *Contratto autonomo di garanzia e fideiussione: differenze in ordine alla funzione e all'oggetto della prestazione*, in *Resp. civ. e prev.*, 2021, n. 3, p. 67 ss.; FIORENTINO, *Il labile confine tra fideiussione e garanzia autonoma di fronte alla mala fede del creditore garantito*, in *Europa e dir. priv.*, 2021, n.1, p. 137 ss.; TICOZZI, *Fideiussione e contratto autonomo di garanzia*, in *Il Foro padano*, 2020, n. 4, pt. 1, p. 347 ss.;

giurisprudenza di merito in ordine ad aspetti rilevanti quali quello dell'estensibilità o meno della nullità derivante dalla violazione della normativa *antitrust* - nei termini prima riferiti - alle fideiussioni specifiche, tema sul quale i Giudici di legittimità non sono intervenuti e che merita un attento approfondimento e, forse, precisazioni da parte degli stessi.

2. Così brevemente tratteggiato lo stato dell'arte su fideiussioni bancarie e pratiche lesive della concorrenza, e venendo ai fatti oggetto di osservazione, appare opportuno descrivere brevemente la fattispecie concreta sottoposta al giudizio del Tribunale di Forlì, precisando che il radicamento della competenza presso il Tribunale e non davanti alla Sezione specializzata per le imprese (competente per funzione ex d.l.gs. n. 168 del 2003)²¹ è motivata dalla circostanza per cui il giudizio ha ad oggetto l'opposizione a un decreto ingiuntivo²².

Il caso è assai semplice, ma offre al giudice di merito l'occasione per cercare di fare chiarezza sul citato profilo dell'ambito applicativo del provvedimento della Banca d'Italia del 2005 e, di conseguenza, sui possibili strumenti rimediali a tutela del fideiussore che si ritenga leso da un comportamento anticoncorrenziale nell'ipotesi di inapplicabilità dello stesso²³.

I garanti opponevano un decreto ingiuntivo emesso in favore della banca con la quale avevano sottoscritto una fideiussione chiedendo che venisse dichiarata la nullità del contratto perché - secondo la prospettazione da loro offerta - era stato redatto

STELLA, *Il problema della qualificazione della fideiussione omnibus come fideiussione ordinaria o come contratto autonomo di garanzia*, in *Resp. civ. e prev.*, 2021, n.6, p. 1807 ss.; MONTANARI, *Garanzia autonoma e autonomia privata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, n. 3, p. 347 ss.

²¹ Cfr. Cass. 10.3.2021, n. 6523; Trib. Treviso, 12.1.2021, n. 37; Trib. Verona, 22.10.2020; *contra* Trib. Torre Annunziata, 15.6.2022, n. 1450, al sito www.dejure.it.

²² Cfr. Trib. Benevento, 1.6.2022, n. 1310; Trib. Forlì, 15.3.2022, n. 251; Trib. Spoleto, 12.4.2021, n. 244; Trib. Spoleto, 12.4.2021, n. 244. In senso difforme Trib. Catanzaro, 5.3/2020. In dottrina, cfr. GENTILI, *La nullità dei "contratti a valle" come pratica concordata anticoncorrenziale (Il caso delle fideiussioni ABI)*, in *Giust. civ.*, 2019, p. 680.

²³ Cfr. CARRIERO, *Il garante consumatore nell'evoluzione giurisprudenziale*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, aprile/giugno, p. 1 ss.

secondo lo schema negoziale predisposto dall'ABI nel 2003, e quindi conteneva le clausole di reviviscenza, di sopravvivenza e di preventiva rinuncia alla facoltà prevista dall'art. 1957 c.c.²⁴. La Banca opposta sollevava in via pregiudiziale un'eccezione di inapplicabilità della normativa italiana *antitrust* nel territorio della Repubblica di San Marino dove aveva sede la banca, e deduceva l'infondatezza dell'eccezione di nullità del contratto di garanzia alla luce della sua qualificazione come fideiussione specifica e non *omnibus*, chiedendo in subordine che venisse dichiarata la nullità limitatamente alle clausole corrispondenti al modello ABI.

Il Tribunale, dopo aver rigettato l'eccezione in rito (che non sarà oggetto della presente trattazione), confermava che la fattispecie concreta dedotta in giudizio era sussumibile nella cornice astratta delle fideiussioni specifiche, in quanto stipulata a garanzia di un unico e precipuamente individuato rapporto bancario. In considerazione di ciò, il giudice adito rigettava la domanda statuendo il principio di diritto per cui l'area negoziale entro la quale può spiegare effetti il provvedimento del 2005, e quindi costituire prova privilegiata dell'intesa a "a monte", è unicamente quella delle fideiussioni *omnibus*.

3. Appare di tutta evidenza come il Tribunale nella pronuncia in commento assuma una posizione difforme rispetto a quell'orientamento giurisprudenziale di merito – sebbene minoritario²⁵– secondo il quale la nullità del contratto "a valle" così come prima tratteggiata possa colpire anche le fideiussioni specifiche qualora riproducenti lo schema delle fideiussioni *omnibus*²⁶ redatte secondo il censurato modello ABI, prescindendo quindi dalla riconducibilità all'una o all'altra particolare

²⁴ Cfr. SICCHIERO, *Sulla nullità della deroga all'art. 1957 c.c. (e di altre clausole delle fideiussioni omnibus) per violazione della disciplina antitrust (art. 2 L. N. 287/1990)*, in *Foro pad.*, 2017, p. 200 ss.

²⁵ Cfr. Trib. Matera, 6.7.2020, n. 329; Trib. Alessandria, ord. 16.3.2022; App. Roma, 24.05.2021, al sito www.dejure.it.

²⁶ Cfr. GRECO, ZURLO, *Analisi della garanzia fideiussoria, tra validità anticoncorrenziale e revisionismo consumeristico*, in *Resp. civ. e prev.*, 2010, n. 5, p. 1414 ss.

tipologia di garanzia. Il Tribunale di Forlì aderisce, di contro, a quella prassi pretoria che qualifica come “indubitabile”²⁷ la limitazione degli effetti del provvedimento della Banca d’Italia del 2005 unicamente alle fideiussioni *omnibus*.

Detta ricostruzione interpretativa è pienamente condivisibile dal momento che il modello della fideiussione specifica è fattispecie del tutto estranea ai rilievi effettuati dalla Banca d’Italia e quindi alle conseguenze in punto di validità. L’apparato argomentativo della sentenza in commento trova, infatti, il suo punto di partenza in un dato meramente testuale, costituito dal fatto che l’istruttoria e la decisione dell’Autorità (come anche il parere dell’AGCC)²⁸ fanno espresso e specifico riferimento solo e soltanto alla fideiussione *omnibus*²⁹, non individuandosi peraltro ulteriori elementi che possano giustificare un processo ermeneutico di tipo analogico e quindi un’estensione dei suoi confini oltre quelli delineati. A tale proposito è bene precisare come il riferito approccio sia comune con quella giurisprudenza che, allo stesso modo, ha ritenuto il contratto autonomo di garanzia al di fuori dell’alveo di azione della decisione dell’Autorità perché non oggetto dell’esame di quest’ultima³⁰.

La Banca d’Italia, infatti, anche a volere prescindere dal particolare *nomen* attribuito allo schema negoziale, analizza e censura nella sua indagine il rapporto contrattuale nel quale “il fideiussore garantisce il debitore di una banca per tutte le obbligazioni da questo assunte, comprensive non solo dei debiti esistenti nel momento in cui la garanzia fideiussoria viene prestata, ma anche quelli che deriveranno in futuro da operazioni di qualunque natura intercorrenti tra la banca e il debitore principale”³¹. L’indagine dell’Autorità riguarda in sostanza le fideiussioni prestate per una serie

²⁷ Così Trib. Pisa, 6.11.2020. Nello stesso senso, cfr. App. Napoli, 24.5.2022, n. 5125; Trib. Bologna, 13.1.2022; Trib. Monza 18.2.2022; Trib. Forlì, 12.5.2022; Trib. Roma, 7.4. 2022; Trib. Napoli, 26.5.2021, n. 4969; Trib. Treviso 10.9.2019, Trib. Monza, 18.02.2022 n. 375; Trib. Prato, 16.1.2022, al sito www.dejure.it.

²⁸ Cfr. parere AGCM n. 14251/20095, v. nota n. 1.

²⁹ Cfr. Provvedimento BI n. 55 del 2.5.2005, cit., cap. II, par. 2, par. IV, punto 13.

³⁰ Cfr. Trib. Pavia, 24.05.2022, n. 736, al sito www.dejure.it

³¹ Cfr., Provvedimento BI n. 55 del 2.5.2005, cit., cap. III.

indeterminata di operazioni bancarie, per obbligazioni già esistenti, condizionali o future con la previsione ai fini della loro validità di un importo massimo garantito così come previsto dall'art. 1938 c.c. nella formulazione di cui alla legge n. 154 del 1992³², la cui peculiarità risiede nella circostanza per cui, rispetto al momento della conclusione del contratto di fideiussione, sono futuri sia il sorgere del credito sia l'atto generatore di quest'ultimo³³.

Alle considerazioni che precedono, e a ulteriore conferma dell'*iter* argomentativo seguito dalla sentenza in commento, va aggiunto che anche i *dicta* della Corte di Cassazione sul punto³⁴ prendono le mosse dall'esame dei profili di invalidità di contratti di fideiussione *omnibus*, senza operare alcun accenno alle fideiussioni specifiche³⁵.

Quest'ultima tipologia di garanzia, come è noto, ha una differente e più ridotta ampiezza, inerendo a rapporti fra banche e clienti esistenti e ben individuati. Il Tribunale si sofferma sulla differenza fra fideiussioni *omnibus* e specifiche, evidenziando sotto il profilo della violazione della normativa in materia di concorrenza la funzione svolta dalla standardizzazione del modello contrattuale predisposto dall'ABI; standardizzazione limitativa della possibilità di scelta del contraente. Non vi è dubbio che in questo passaggio il Tribunale esprima un giudizio di "disvalore" a livello generale sulla pratica della ripetitività del modello³⁶, aderendo a quanto sul punto espresso dagli ermellini a SS.UU³⁷, che invero non coincide del tutto con la configurazione della standardizzazione come elemento neutro operata dalla Banca d'Italia³⁸.

³² Cfr. Trib. Bari, 12.7.2022, n. 2800, al sito www.dejure.it. In dottrina, cfr. QUARANTA, *La fideiussione omnibus prima e dopo la novella del 1992*, in *Contr.*, 1995, p. 292 ss.

³³ Cfr. Trib. Grosseto, 27.3.2020, n. 275, al sito www.dejure.it

³⁴ Cfr. Cass., 22.5.2019 n 13846; Cass.12.12.2017, n 29810, cit.

³⁵ Nello stesso modo, cfr. Trib. Monza, 18.02.2022 n. 375; Trib. Prato, 16.1.2021, n. 28, cit.

³⁶ Sulla standardizzazione come elemento che connota negativamente la condotta degli istituti di credito, cfr. Trib. Roma, 7.4.2022, cit.,

³⁷ Cass. SS.UU, 30.12.2021, n. 41994, par. 2.16.3, laddove si precisa che "la serialità connota negativamente la condotta degli istituti di credito".

³⁸ La Banca d'Italia nel provvedimento n 55 del 2005 precisava che "la standardizzazione contrattuale non produce necessariamente effetti anticoncorrenziali potendo risultare compatibile con le regole della concorrenza, a condizione che gli schemi uniformi non ostacolino la possibilità di diversificazione del

Di contro, per il giudicante lo schema della fideiussione specifica farebbe “presumere” un’attività di contrattazione e di “concreta interlocuzione” fra le parti che renderebbe libero il contraente di individuare il tipo negoziale e le clausole da sottoscrivere. Non si può però prescindere dal sottolineare come, alla luce della standardizzazione nella prassi bancaria anche delle fideiussioni specifiche, appaia del tutto condivisibile l’approccio assunto dal Tribunale che, configurando tale ipotesi come una mera possibilità³⁹, denota un atteggiamento perlomeno dubitativo sulla reale capacità della fideiussione specifica di realizzare assetti di maggior equilibrio fra le parti.

4. A completamento del riferito approdo interpretativo, il Tribunale precisa come nei casi di fideiussione specifica suddetta presunzione potrebbe essere superata nel caso in cui venisse fornita la prova che le clausole eventualmente censurate siano “omogenee ad altre proposte e applicate da altri istituti di credito al punto da pervenire al convincimento che sussista un’intesa restrittiva della concorrenza”. In buona sostanza, per le riferita tipologia di fideiussioni, anche nell’ipotesi di applicazione del *dictum* della Suprema Corte a SS.UU. del 2021 – soluzione che il Tribunale non accoglie -, il rimedio esperibile dal garante dovrebbe essere l’azione di accertamento di un’autonoma fattispecie di comportamento anticoncorrenziale. Il garante dovrebbe così dimostrare non solo che le clausole inserite nella fideiussione censurata siano parte dello schema redatto dall’ABI, ma altresì che si configuri una ipotesi di standardizzazione contrattuale, e quindi provare l’utilizzo da parte di un numero significativo di imprese bancarie dello stesso schema negoziale, impeditiva di un equilibrato contemperamento degli interessi delle parti.

prodotto offerto, anche per il tramite di clausole contrattuali che, incidendo significativamente sul rapporto negoziale, impediscano un equilibrato contemperamento degli interessi delle parti” (Conclusioni, par. 94). Cfr. GRECO- ZURLO, *Analisi della garanzia fideiussoria, tra validità anticoncorrenziale e revisionismo consumeristico*, cit., p. 17.

³⁹ Cfr. SCHIAVOTTIELLO, *Squilibrio contrattuale e rimedi giudiziali: il caso delle fideiussioni omnibus stipulate a valle di un’intesa vietata*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, p. 110 ss.

Il fideiussore pertanto non sarebbe legittimato a promuovere quella che la dottrina definisce un'azione *follow on*, cioè azionata a seguito di un accertamento dell'illecito anticoncorrenziale da parte dell'Autorità, bensì un'azione *stand alone*⁴⁰, nella quale invece tale l'accertamento manca⁴¹, con pesanti ricadute sotto il profilo istruttorio⁴² e dell'onere della prova⁴³. In estrema sintesi, il garante non potrebbe in alcun modo invocare il valore di prova privilegiata⁴⁴ (la sentenza si riferisce ad un "valore probatorio particolarmente intenso) attribuibile alla decisione della Banca d'Italia⁴⁵ alla luce della sua configurazione di atto di un procedimento pubblicitario

⁴⁰ Cfr. Trib. Prato, 16.1.2021, n. 58, cit.

⁴¹ Cfr. PILETTA, MASSARO, *Pratiche concordate contrarie al diritto antitrust: il caso delle fideiussioni omnibus*, in *Riv. dir. bancario*, 2020, ottobre/dicembre; FRIGNANI, *La difesa disarmata nelle cause follow on per danno antitrust. La Cassazione in guerra con se stessa*, in *Merc. conc. reg.*, 2013, n. 3, p. 441; GENTILI, *op. cit.*, p. 675 ss.; BENACCHIO, *Il private enforcement del diritto europeo antitrust: evoluzione e risultati*, in *Dizionario sistematico del diritto della concorrenza*, a cura di Pace, Padova, 2020, p. 26 ss.

⁴² Sul punto, anche alla luce della sentenza n. 41994/2021, in dottrina, cfr. CASTELLANO, STIAFFINI, *Gli oneri istruttori in tema di fideiussioni ABI alla luce delle Sez. Un. n. 41994/2021. Prime applicazioni e diverse visioni*, in *Diritto del Risparmio*, aprile, fasc. 1/2022, al sito www.dirittodelrisparmio.it; CASTELLI, RIZZI, *La sorte delle fideiussioni conformi allo Schema ABI alla luce del recentissimo intervento delle Sezioni Unite*, in *ilSocietario.it*, 16.2.2022. Nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Roma, 18.2.2022, n. 2659; Trib. Milano, 19.2.2022, n. 294; Trib. Bari, 24.1.2022, n. 258, al sito www.dejure.it

⁴³ Cfr. App. Bari, 15.1.2021, n. 45, cit. In dottrina, in generale, cfr. FRIGNANI, *L'onere della prova nelle cause risarcitorie da illecito antitrust*, in *I rimedi civilistici agli illeciti concorrenziali. Private enforcement of competition law*, a cura di Benacchio e Carpagnano, Padova, 2011.

⁴⁴ Cfr. Cass., 22.5.2019, n. 13846, che statuisce che il provvedimento della Banca d'Italia, al pari di quelli della Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, costituisce prova privilegiata ("un'elevata attitudine a provare la condotta anticoncorrenziale") divenendo sufficiente a tal punto constatare se nel caso sottoposto all'attenzione del Giudice le clausole del singolo patto coincidano nella sostanza con quelle incriminate. Vedi sul punto anche Cass. 13 febbraio 2009, n. 3640. Si precisa poi che a fronte dell'accertamento privilegiato dell'intesa, l'impresa dovrà dare "prova contraria che dimostri l'interruzione del nesso causale fra illecito antitrust e il danno patito", così Trib. Prato, 16.1.2021, n. 28 cfr. Nella giurisprudenza di merito, sul punto, cfr. Trib. Napoli, 24.5.2022, n. 5125; Trib. Bari, 24.1.2022, n. 258; App. Bari, 15.1.2021, n. 45; Trib. Napoli, 26.1.2021, n. 4969. In dottrina, cfr. PASQUARELLI, *Da prova privilegiata a prova vincolante: il valore probatorio del provvedimento dell'AGCM a seguito della direttiva 2014/104/UE*, in *Il Dir. ind.*, 2016, n. 3, p. 252 ss.

⁴⁵ La decisione della Banca d'Italia è "vincolante" per le Corti nei limiti di quanto previsto dall'art. 7 del d.lgs. n. 3 del 2017, non estendendosi al nesso di causa e alla sussistenza del danno, che rimane così rimesso all'onere probatorio di parte istante, cfr. Trib. Napoli, 4.12.2020, n. 8340. In dottrina, cfr. DI FEDERICO, *Effetti delle decisioni definitive degli organi nazionali e delle decisioni definitive degli organi degli altri Stati membri*, in *Il risarcimento del danno nel diritto della concorrenza*, a cura di Manzini, Torino, 2017, p. 70 ss.

(peraltro con efficacia circoscritta alle fideiussioni sottoscritte nel periodo 2003-2005 in cui si è svolta l'istruttoria)⁴⁶ dell'esistenza dell'illecito antitrust. Non va sottaciuto, infine, come l'alternativa alla soluzione di *private enforcement* fin qui descritta sarebbe, come espressamente suggerito da alcuna giurisprudenza di merito⁴⁷, quella di dare impulso ad un "procedimento di *public enforcement*"⁴⁸.

Alla luce di quanto sin qui esposto, è di tutta evidenza come la sentenza in commento, al di là della vicenda in osservazione, denoti significatività alla luce dei risvolti pratici delle questioni affrontate sul settore del credito. Negli attuali assetti di mercato, infatti, la corretta individuazione della tipologia fideiussoria violativa della normativa *antitrust* nei termini prima delineati, soprattutto unitamente alla qualificazione come parziale della nullità del contratto sancita dal massimo Consesso, potrebbe in teoria costituire un importante strumento di deflazione del contenzioso di natura bancaria e un fattore di equilibrio nei rapporti negoziali fra intermediari e clienti. Sotto questo ultimo profilo, infatti, deve sottolinearsi come la regola recata dall'art. 1419, comma 1, c.c., esprima il generale *favor* dell'ordinamento per la "conservazione", in quanto possibile, degli atti di autonomia negoziale, ancorché difformi dallo schema legale. E tale principio acquista particolare rilievo per la tipologia contrattuale in esame alla luce della sua rilevanza come strumento di garanzia degli operatori economici, e quindi del ruolo fondamentale svolto nel settore della concessione del credito⁴⁹. A ciò non può inoltre non aggiungersi l'importante funzione che le garanzie fideiussorie

⁴⁶ E' necessario distinguere le fideiussioni asseritamente riprodotte lo schema ABI concluse prima dell'istruttoria anticoncorrenziale da quelle concluse durante e, altresì, dalle altre concluse dopo. Sulla questione temporale cfr., Cass. 12.12.2017, n. 29810; Trib. Milano, 19.1.2022, n. 294; Trib. Napoli 24.5.2022, n. 5125. In dottrina, cfr. GRECO, ZURLO, *La parziale invalidità delle fideiussioni omnibus redatte su modello ABI*, cit., 844 ss.

⁴⁷ Cfr. Trib. Napoli, 24.5.2022, n. 5125, cit.

⁴⁸ Cfr. CHIEPPA, *Il potenziamento del private enforcement e la sua complementarietà rispetto all'azione dell'autorità antitrust*, in *Giustiziacivile.com*, 2014, n. 4.

⁴⁹ Provvedimento BI n. 55/2005, cit., cap. VII, parr. 51, 57 e 63.

rivestono nella determinazione del prezzo di cessione dei crediti deteriorati⁵⁰, e quindi nei bilanci degli intermediari bancari.

Per vero, questo aspetto di significatività “sistemica” della problematica in esame emerge con chiarezza anche dal pronunciamento della Corte di Cassazione a SS.UU. del 2021 laddove, in punto di motivazione della scelta in favore della tesi della nullità parziale rispetto alle altre possibili soluzioni⁵¹, viene evidenziato come l’interesse protetto dalla normativa *antitrust* non sia solo quello individuale del singolo contraente pregiudicato dall’intesa, ma anche quello del “mercato in senso oggettivo”, i cui obiettivi devono essere fortemente tutelati⁵².

A ben vedere però, le conclusioni cui perviene la sentenza in commento indicano solo come sul piano concreto la strada indicata per i garanti che abbiano sottoscritto fideiussioni specifiche sia in salita, ma non che sia del tutto sbarrata. Ciò induce pertanto a dubitare delle effettive potenzialità deflattive del principio prima indicato della non estensibilità della cd. nullità *antitrust* alle fideiussioni specifiche, e ad affermare assai sommessamente che forse, contrariamente a quanto potrebbe apparire *prima facie*, ci troviamo solo davanti ad un nuovo e fecondo itinerario del contenzioso in materia di contratti bancari⁵³.

Illa Sabbatelli

Ordinario di Diritto dell’economia

nell’Università Telematica San Raffaele di Roma

⁵⁰ Cfr. ROSSI, *op. cit.*, p. 143. Per i dati al momento dell’istruttoria, cfr. AGCM, *Provvedimento n. 12400 -1584 - ABI: condizioni generali di contratto per la fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie*, in *Boll. Autorità conc. merc.*, 16-5.2005, pp. 54-55.

⁵¹ Sul punto cfr. RENNA, *La fideiussione omnibus oltre l’intesa antitrust*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, n. 3, p. 572 ss. che qualifica come “rovinosi” gli effetti che comporterebbe la nullità dell’intera garanzia.

⁵² Cfr. OPPO, *Costituzione e diritto privato nella « tutela della concorrenza »*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, II, p. 552.

⁵³ Per il profilo dell’art. 1957 c.c. e le relative formalità richieste, cfr. GRECO, ZURLO, *La parziale invalidità delle fideiussioni omnibus redatte su modello ABI*, cit., in part. p. 845.