

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

1 / 2023

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, P. Messina, 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:

L. Di Brina, L. Di Donna, P. Gaggero, M. Guarini, A. Miglionico, R. Motroni, M. Pellegrini, C. Rossano, G. Rotondo, F. M. Sbarbaro, M. Sepe, D. Siclari

PARTE PRIMA

ARTICOLI

RAINER MASERA – <i>Un ricordo di Guido Carli, guardando avanti (A memory of Guido Carli, looking forward)</i>	1
ANTONELLA BROZZETTI – <i>Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuribile (European banking and finance law between past and future)</i>	6
VINCENZO TROIANO – <i>Acquisti di partecipazioni nel settore finanziario tra disciplina europea e regolamentazione interna (Shareholding acquisitions in the financial sector between European and domestic regulation)</i>	61

VARIETÀ

CATERINA PISTOCCHI – <i>Il ruolo delle BCC e la prospettiva IPS (The role of the Italian cooperative banks and the institutional protection schemes' perspective)</i>	85
GIANPAOLO PANETTA – <i>Prestito titoli ed esercizio del diritto di voto: note a margine del caso Generali (Securities lending and exercise of voting rights: side notes on the Generali case)</i>	101

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

ROBERTA LO CONTE – <i>La nullità strutturale dei derivati in presenza di costi occulti: tra conferme giurisprudenziali e persistenti dubbi interpretativi (The structural invalidity of derivative contracts in the presence of hidden costs: between jurisprudential confirmations and persistent interpretative doubts), nota a sentenza della Corte di Cassazione del 10 agosto 2022, n. 24654</i>	1
---	---

PARTE PRIMA

ARTICOLI

UN RICORDO DI GUIDO CARLI, GUARDANDO AVANTI *

(A memory of Guido Carli, looking forward)

ABSTRACT: *Between 1971 and 1973 Guido Carli, then Governor of the Bank of Italy, decided to adopt the pseudonym Bancor to write comments and articles in the Italian newspaper La Repubblica. The Bancor Plan had been presented by J. M. Keynes at the United Nations Conference in 1944 to prepare the reform of the international monetary system. The conference was held in the United States at Bretton Woods. This brief paper recalls some key articles written by Bancor (recently edited by Federico Carli). In those years the current author was an economist at the Bank for International Settlements in Basel, where Carli came regularly for the monthly meetings of the Board. The focus is on the dissolution of the Bretton Woods system, the debate on the Eurodollar market, the issue of monetary tightening in Europe to preserve monetary stability and to fight stagflation. Finally, reference is made to the views expressed by Bancor on monetary unification in Europe. He indicated clearly that the single currency should be accompanied by the political unification of the participating countries, a lesson which retains full validity.*

SOMMARIO: 1. La tempesta in arrivo, 30 maggio 1971. – 2. Richard Nixon e la “temporanea” sospensione della convertibilità del dollaro, 15 agosto 1971. – 3. Il dibattito sull’Eurodollaro, 1971 e 1972. – 4. Moneta e inflazione, 12 novembre 1972. – 5. L’unione monetaria in Europa, 22 luglio 1972. – 6. Conclusioni

1. Il primo degli articoli di Bancor (che terminano nel 1973) commenta la decisione del governo tedesco di far flottare il marco sui mercati dei cambi. Si sostiene che l’ammalato non è né il marco, né il dollaro, ma il sistema monetario internazionale nella sua interezza.

* Contributo approvato dai revisori.

Bancor anticipa che si sta andando verso la dissoluzione del sistema esistente, con la creazione di grandi aree economiche e monetarie collegate da tassi di cambio fluttuanti. Non c'è più spazio per il Bancor di J. M. Keynes¹. Il FMI non è più, realisticamente l'autorità che assicura la disciplina e il funzionamento del sistema. Diventa semmai il luogo di incontro dialettico per cercare di conciliare interessi contrastanti.

2. La tempesta anticipata, non per doti di preveggenza, ma come conseguenza di una serrata analisi economica e istituzionale, si manifesta. Richard Nixon annuncia la fine degli accordi di Bretton Woods e della convertibilità in oro del dollaro.

Tutto il mondo aspetta le valutazioni e le prospettive di Guido Carli e di Bancor.

Sia consentito di intrecciare i ricordi di chi scrive, allora giovane economista della Banca del Regolamenti Internazionali di Basilea, che aveva avuto l'onore di conoscere il governatore Carli in occasione delle riunioni mensili a Basilea.

Il giorno di Ferragosto e in quelli immediatamente successivi, la mitica segretaria Signora Berni prese contatto con la BRI e con me per spiegare che Carli era in Kenya – per una settimana di “distacco e riflessione”. Neanche la Berni era in grado di stabilire un contatto diretto, che mi risulta avesse cercato lo stesso Nixon.

Carli non amava il presenzialismo e diffidava di coloro che lo ricercavano.

3. Proseguo nell'analisi degli elementi che concorsero alla fine del sistema di Bretton Woods perché le lezioni di mezzo secolo fa continuano ad avere immediata rilevanza.

¹ Il Piano “Bancor” fu presentato da Keynes nella Conferenza delle Nazioni Unite per la riforma del sistema monetario internazionale, tenutasi a Bretton Woods negli Stati Uniti nel luglio 1944. Il Piano non fu tuttavia accettato per l'opposizione degli Stati Uniti. Cfr. Ghizzoni, Creation of the Bretton Woods System, Federal Reserve System, Washington D.C., federalreservehistory.org

“Non si può continuare a trastullarsi con l'*exchange standard* facendo vista che esista ancora sul serio. Soprattutto, non si può lasciare senza alcun controllo la liquidità internazionale e l'enorme mercato delle eurovalute”.

Carli è al riguardo reciso e esprime valutazioni molto forti.

“Se si vuole veramente uscire dal caos monetario attuale il primo provvedimento da prendere è di riassorbire l'immenso lago dell'Euromercato e gli Stati Uniti non sembrano disposti a porsi seriamente il problema”.

Carli, Paolo Savona e chi scrive concepiscono in quel torno di tempo di affrontare analiticamente e operativamente la questione che Carli aveva posto in un libro con diversi contributi sul mercato dell'Eurodollaro. Il libro avrebbe visto la luce nel 1972 in inglese: “A Debate on the Eurodollar Market”, Ente Einaudi, Roma².

4. Nella primavera del 2023 ferve il dibattito sulla rapidità con cui occorre applicare il *monetary tightening* per riportare l'inflazione al traguardo del 2%. Coloro che hanno contribuito per un decennio a una creazione monetaria senza precedenti sono diventati i falchi più rigorosi, per molti irragionevolmente.

Colpiscono le analogie con il dibattito tra banchieri centrali mezzo secolo fa. Bancor afferma: “Molti dei miei colleghi degli istituti di emissione sostengono che il nostro compito è soltanto quello di essere i sacerdoti della stabilità monetaria. Il nostro obbligo sarebbe di avere un solo dio, di venerare un solo dio, la stabilità monetaria”.

Queste posizioni estreme erano sbagliate allora, come lo sono oggi.

Durante il governatorato di Carli (1960-1975) convissero stagnazione e inflazione. Gravissime furono le tensioni politiche e sociali. Carli aveva una visione del processo inflazionistico che dava grande rilievo alla moneta e alla base monetaria, ma riteneva che l'inflazione rappresentasse anche un vulnus alla catena

² Si fa anche rinvio a Savona, Mercato dell'Eurodollaro, Enciclopedia Treccani, 1978.

delle relazioni giuridiche³, istituzionali e sociali. Affrontò e chiarì questa sua visione in un volume scritto, dopo aver lasciato la Banca d'Italia, con un giovane giurista della Banca stessa, Francesco Capriglione⁴.

5. Cinquanta anni or sono Carli osservava:

“Questo fatto significa che l'unione monetaria e economica europea è una chimera?”

La mia risposta è no; non è una chimera, ma deve sottostare a certe condizioni.

Avevamo sempre sostenuto che l'unione era possibile purché non si riducesse soltanto a un accordo sui tassi di cambio. Bisognava (e bisognerà) mettere in comune, sia pur gradualmente, le riserve valutarie, le politiche di bilancio, le politiche fiscali, le politiche del credito, i mercati finanziari. Insomma l'economia dei dieci paesi.

L'unione europea insomma non si fa unificando i segni monetari se a questo fondamentale assetto del processo unificatorio non si accompagna l'unione delle economie e la nascita di una unità sovranazionale. Questo è ormai un punto chiarissimo per tutti”.

A tali convinzioni si ispirò nell'apporre la sua firma, come Ministro del Tesoro, al Trattato di Maastricht nel febbraio 1992.

Questa volta Carli non ebbe purtroppo doti di antiveggenza.

6. Occorre superare l'assetto intrinsecamente fragile della “moneta senza stato”. Chi scrive ha avanzato una proposta di consolidamento istituzionale e politico del debito europeo, per finanziare infrastrutture fisiche e umane “riproduttive” e “decise in comune”. Parallelamente viene previsto un

³ Carli era laureato in giurisprudenza della Università di Padova.

⁴ Carli e Capriglione, *Inflazione e ordinamento giuridico*, Milano, 1981.

cambiamento istituzionale: l'EMU sarebbe trasformata in una Political, Monetary and Fiscal Union⁵.

Lo schema si rifà all'approccio delle Tre Comunità (Politica, Difesa, Carbone e Acciaio) dei Padri Fondatori, previsto nel Trattato di Parigi nel 1951 (CVCE.EU website) e, come abbiamo visto, alle tesi esposte da Bancor nel 1972.

Contributi fondamentali (sin qui inascoltati) a questo schema sono stati successivamente forniti da Delors⁶ Mitterrand e Kohl⁷, più recentemente dal Rapporto dei Cinque Presidenti⁸ e dal Presidente Macron⁹.

Il debito comune implica l'unione fiscale dei paesi dell'euro con corrispondenti cambiamenti nell'architettura istituzionale e politica. Si tratta di muovere verso un modello di Europa Concentrica, con un nocciolo duro evolutivo.

In conclusione, si può delineare, attraverso sintetici punti di riferimento alla costruzione europea, la *possible mission* di realizzare il PNRR e di consolidare e adattare il meccanismo NGEU in Europa e in Italia¹⁰ seguendo un approccio olistico e integrato di analisi e di policy, che prevede anche modifiche istituzionali, e che si inserisce nel solco del pensiero di Guido Carli.

Rainer Masera

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

⁵ Cfr. Masera, L'Europa, l'Unione europea e l'eurozona, crisi e proposte di soluzione, RTDE, 2022.

⁶ Cfr. Delors, White Paper (Commission Report), Bruxelles, 1993.

⁷ Cfr. Agence Europe, April 20, 1990.

⁸ Cfr. Junker et al., Completing Europe's Economic and Monetary Union, EC, Bruxelles, 2015

⁹ Cfr. Macron, Concentric Circles in Europe, Annual Ambassadors' Conference, Elysée, Paris, 2018.

¹⁰ Cfr. Paganetto a cura di, Spostare il baricentro del PNRR. Tra Europa e politica industriale, Roma, 2023.

IL DIRITTO EUROPEO DELLA BANCA E DELLA FINANZA TRA PASSATO E FUTURIBILE *

(European banking and finance law between past and future)

ABSTRACT: *In just a few pages, the essay concentrates almost half a century of European law aimed at harmonizing national legislation first on banking and then on other financial intermediaries. The objectives are: a) to investigate, frequently with a critical eye, the techniques gradually adopted; b) to acknowledge the most significant milestones for the epochal changes that gave impetus to the European project. A project aimed at strengthening integration and union between the countries benefiting from the single market, anchored to the freedoms defined by the Treaty of Rome of 1957. Throughout the work, the Author also considers, at a synchronic level, the interrelationships between Europe and the forum of international organizations delegated to define the standards of an increasingly interconnected and globalized market. The attempt to link past and present, with reference to the Italian legal system in the background, has also allowed us to glimpse some possible perspectives for the future.*

SOMMARIO: 1. Obiettivi e piano del lavoro. – 2. L’ordinamento bancario nel contesto dell’armonizzazione minima delle prime direttive di coordinamento: a) il punto di avvio con il Trattato di Roma. – 2.1. Segue: b) le direttive di coordinamento degli anni Settanta. – 2.2. Segue: c) il ruolo delle prime grandi crisi bancarie per ulteriori interventi e per l’entrata in scena di nuovi organismi a livello internazionale. – 2.3. Segue: d) l’impatto determinante della riforma istituzionale apportata con l’Atto unico europeo del 1986 e del c.d. Rapporto Delors, anticamera dell’Unione economica e monetaria-Uem. – 2.4. Segue: e) il terzetto di direttive che farà da base di appoggio all’odierno “codice bancario europeo”. – 2.5. Segue: f) lo stacco in avanti

* Contributo approvato dai revisori.

Il lavoro trae spunto da un contributo su *La legislazione bancaria tra disciplina europea e disciplina nazionale: profili evolutivi e prospettive*, pubblicato nel volume *Il diritto bancario europeo*, curato da Santoro e Chiti, Pisa, 2022, 1-38.

dell'ordinamento italiano. – 3. Dall'Uem all'avvio della strada dell'armonizzazione (tendenzialmente) massima. – 3.1. Primi interventi sul settore mobiliare. – 3.2. Lo scandalo della B.C.C.I. e gli ampliamenti dei *fora* della *soft law*. – 3.3. Introduzione dell'euro, piano di azione sui servizi finanziari-Pasf e nuova ripartizione di competenze tra Ue e Stati membri. – 4. La fase del "consolidamento" della regolazione bancaria e la rimodulazione della vigilanza prudenziale: il pacchetto Crd/Cad. – 5. Segnali di armonizzazione massima oltre il comparto mobiliare e avvento di nuovi intermediari. – 6. Il nuovo equilibrio tra assetto istituzionale dell'Ue e livello nazionale (l'armonizzazione coniugata con spostamenti di sovranità sempre più epocali). – 6.1. Risposte immediate alla crisi del 2008. – 6.2. Una continua e reciproca contaminazione tra *soft* e *hard law*: il tema delle *G-SIFIs*. – 6.3 L'interazione tra *roadmap* sull'Unione bancaria e la formazione di un rinnovato "cod.banc.eu". – 6.4. Un nuovo spartiacque per la storia bancaria italiana. – 7. L'avvio di un nuovo processo di riforma: l'ideazione della *Capital markets union*, i "pacchetti" del 2019 sulle banche e sulle imprese di investimento, il rafforzamento dei pilastri dell'Unione bancaria e la proiezione verso l'"Unione finanziaria". – 7.1. L'assorbimento nell'ordinamento italiano delle novelle normative europee (e viceversa). – 8. Qualche ulteriore riflessione (non) conclusiva sulle prospettive.

1. Il diritto europeo della banca e della finanza ha subito negli ultimi lustri, a seguito soprattutto dell'esplosione della c.d. "gfc" (*great/global financial crisis*)¹ del 2008, una metamorfosi repentina e così radicale da renderla non facilmente immaginabile alla luce del "consueto" processo di integrazione europea a tecnica modulare. Tecnica sperimentata soprattutto in campo bancario su cui, sin dalle origini, si è concentrata l'attenzione del legislatore "comunitario" in ragione del dominante assetto bancocentrico del mercato finanziario. Tanto che il c.d. pacchetto Crd4/Crr di cui alla dir. 2013/36/UE e al reg. (UE) n. 575/2013, definibile come codice bancario europeo (in sintesi d'ora in avanti: cod.banc.eu.), racchiude in gran parte disposizioni stratificatesi nel tempo e via via consolidate, modificate e/o integrate.

Posto che la disciplina sulle banche ha fatto sovente da battistrada ai successivi lavori del legislatore europeo riferiti all'armonizzazione delle discipline

¹ Useremo tale acronimo anche più avanti.

degli altri intermediari finanziari e che in questo nuovo millennio le riforme ruotanti intorno al sistema bancario hanno scandito cambiamenti epocali nell'assetto istituzionale e normativo dell'Unione europea (d'ora in poi Ue), per comprendere confini e portata dell'attuale diritto unionale sulle banche e sulla finanza può essere interessante il tentativo di ricostruire, nelle sue linee essenziali, il percorso seguito. Il 1° gennaio del 2023 il mercato unico europeo ha festeggiato i suoi 30 anni (all'epoca erano 12 gli Stati membri e lo spazio economico comprendeva 345 milioni di persone)², a settembre arriverà anche il trentennale per il testo unico bancario, il momento diventa quindi anche significativo per dare evidenza, sul fronte accennato, anche ai mutamenti intercorsi nel rapporto tra Ue e Stati membri.

Nelle pagine che seguono la proposta di questo viaggio nel tempo sulle diverse fasi che scandiscono l'evoluzione della legislazione bancaria/finanziaria comunitaria e, di conseguenza, di quella nazionale: muove dal Trattato di Roma fino all'avvio del mercato unico (§ 2 ss.); passa dalla progettazione dell'Unione economia e monetaria (d'ora in poi Uem) al Piano di azione sui servizi finanziari (d'ora in poi Pasf) (§ 3 ss.); si sofferma sulla fase del "consolidamento" del diritto bancario, con un cenno al rafforzamento della normativa sul comparto mobiliare (§§ 4-5); prevede una lunga sosta sulla gfc che darà vita al quadro normativo e istituzionale vigente, e spingerà verso la creazione dell'Unione finanziaria (§§ 6-7); si interroga, infine, sull'assetto e sulle prospettive dell'assetto regolatorio in essere (§ 8)³.

² Si v. RAGONNAUD, *Thirtieth anniversary of the single market (1993-2023)*, in EPRS, PE 739.282, January 2023, reperibile al link [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2023/739282/EPRS_ATA\(2023\)739282_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/ATAG/2023/739282/EPRS_ATA(2023)739282_EN.pdf).

³ La sterminata bibliografia che il tema trattato attrae non può ovviamente essere sfiorata in un lavoro che prova a condensare in poche pagine mezzo secolo di regolazione europea sul settore bancario/finanziario. Per approfondimenti e ulteriori riferimenti bibliografici sugli aspetti affrontati (aggiuntivi rispetto a quelli presenti nelle pagine che seguono) si rinvia quindi ai più recenti lavori collettanei di BONFATTI (a cura di), *Commentario al testo unico bancario. D.lgs. n. 385/1993*, Pisa, 2021; COSTI, VELLA (a cura di), *Commentario breve al testo unico bancario*, Milano, 2019; e di CAPRIGLIONE (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*⁴, 3 tomi, Milano, 2018. Sempre tra i lavori degli ultimissimi anni si segnalano quelli di: GIORGIANNI, TARDIVO, *Il nuovo diritto delle banche e degli intermediari finanziari in Italia e in Europa*, Bologna, 2021; LEMME (a cura di), *Diritto ed economia del mercato*, Milano, 2021; PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Milano, 2021;

2. Il Trattato del 1957 istitutivo della Comunità economica europea (d'ora in poi Cee), noto come Trattato di Roma, pone tra i suoi pilastri la creazione di un ampio "mercato comune" prevedendo un arco temporale di 12 anni e tre fasi successive (art.8). Nei fatti la costruzione di questo nuovo spazio economico, caratterizzato da 4 libertà fondamentali (libera circolazione delle persone, dei servizi, delle merci e dei capitali), dovrà tuttavia rapportarsi, nella redazione delle direttive di armonizzazione delle legislazioni bancarie degli Stati membri, con i progressivi ampliamenti della Cee e i conseguenti compromessi derivanti dalle differenze presenti tra i singoli ordinamenti giuridici nazionali.

Per la «storica trasformazione»⁴ dell'industria bancaria dell'Europa occidentale, bisogna però attendere gli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso. In quell'arco di tempo il sistema normativo proprio dei singoli Stati membri, da un lato viene proiettato fuori dall'isolamento e verso un mercato contraddistinto da comunanza di metodi e regole, e, dall'altro lato, subisce un cambiamento di paradigma con il passaggio dal controllo amministrativo sulle banche e dalla proprietà pubblica delle medesime alla valorizzazione dell'imprenditorialità bancaria e della logica di mercato.

Il «poliedrico sisma»⁵ causato dal processo di armonizzazione europeo fu particolarmente forte per l'ordinamento italiano, di tipo sezionale, con un'organizzazione a sistema delle banche culminata nella legge del 1936-'38, avente connotati di forte elasticità, polivalenza e amministrativizzazione dei controlli. Legge

SCIASCIA, *La regolazione giuridica del rischio sistemico. Stabilità finanziaria e politiche macroprudenziali*, Milano, 2021; M. ORTINO, *Le competenze regolatorie dell'Unione europea in materia bancaria*, Torino, 2021; BUSCH, FERRARINI (edited by), *European Banking Union*, Oxford, 2020; DE POLI, *Fundamentals of European Banking Law*², Milano, 2020; MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea. Profili di diritto amministrativo*, Napoli, 2020; URBANI (a cura di), *L'attività delle banche*, Milano, 2020; BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*⁶, Milano, 2019; SALMONI, *Stabilità finanziaria, unione bancaria europea e costituzione*, Milano, 2019; VELLA, BOSI, *Diritto ed economia di banche e mercati finanziari*, Bologna, 2019.

⁴ L'espressione è di PADOA-SCHIOPPA, *Introduzione*, in GODANO (a cura di), *La legislazione comunitaria in materia bancaria*, Bologna, 1996, 9 ss., in part. 11.

⁵ La notazione è di BELLI, *Verso una nuova legge bancaria. Un sistema creditizio in transizione: 1985-1992*, Torino, 1993, 12.

che attirava al proprio interno l'intero ciclo vitale di un ente creditizio (dall'ingresso nel mercato fino all'uscita dal medesimo), ponendosi come punta di un *iceberg* alla cui base si trovavano articolate discipline proprie delle singole categorie di "aziende" ed "istituti" di credito, espressione del pluralismo istituzionale del comparto e della specializzazione operativa e temporale che aveva informato la riforma bancaria degli anni Trenta⁶. Grazie all'irrompere delle direttive comunitarie il sistema creditizio italiano – di natura oligopolistica, con la concorrenza tenuta al margine (come «valore residuale», per dirla con Patroni Griffi)⁷, assoggettato a penetranti e invasivi strumenti di controllo – registrerà un mutamento progressivo e profondo, tale da rinnovarne larga parte dei connotati.

2.1. Dopo l'adesione nel 1973 di Regno Unito, Irlanda e Danimarca alla Cee – allora definita la piccola Europa (formata da Francia, Germania, Italia, Belgio, Olanda e Lussemburgo) – il processo di armonizzazione prende avvio con la dir. 73/183/CEE che inciderà sui regimi differenziati di accesso a seconda della nazionalità degli enti creditizi, imponendo la soppressione delle restrizioni alla libertà di stabilimento e alla libera prestazione dei servizi. Per l'Italia il r.d. n. 1620 del 1919, sull'impianto di sedi e succursali di banche estere, impostato sulla clausola di reciprocità, non poté più essere applicato alle dipendenze di banche provenienti dagli altri Stati comunitari.

Nel 1977 segue la c.d. prima direttiva di coordinamento in materia bancaria costituita dalla dir. 77/780/CEE che interverrà sul *coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio*. Ancora oggi tale direttiva assume particolare interesse, sia per i contenuti sia per l'indicazione di quelle che sarebbero state le fondamenta

⁶ Per un esame a vasto spettro si v. il *Codice commentato della banca* curato da CAPRIGLIONE e MEZZACAPO, 2 tomi, Milano, 1990, nonché, fra i molti, BELLI, *Corso di legislazione bancaria*, tomo I, *Legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, Pisa, 2010, 153 ss. e *passim*; e COSTI, *L'ordinamento bancario italiano*⁵, Bologna, 2012, 260 ss. e *passim*.

⁷ Si v. *La concorrenza nel sistema bancario*, Napoli, 1979.

dell'integrazione comunitaria sul piano degli obiettivi e dei mezzi per raggiungere i risultati attesi. Dalla lettura dei *consideranda* e dal testo della direttiva risulta che la Comunità europea intende: (i) uniformare la nozione di banca, caratterizzandola con il collegamento teleologico tra raccolta e impieghi (tuttora immutata nel suo zoccolo duro nel cod.banc.eu.)⁸; (ii) fissare il principio della preventiva autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria, cui si attribuisce un connotato imprenditoriale, nonché del diniego motivato; (iii) favorire la costituzione di nuove banche (l'autorizzazione diviene un "atto dovuto" in presenza dei requisiti minimi indicati, sul piano sia oggettivo – divieto di valutare la richiesta di autorizzazione in ragione delle esigenze economiche del mercato, esistenza di fondi propri distinti, minimi e sufficienti, presentazione di un programma di attività – sia soggettivo, vale a dire la presenza di almeno due persone che determinino effettivamente l'attività della banca in possesso dei requisiti di onorabilità ed esperienza adeguata); (iv) fissare le condizioni per la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia; (v) stabilire le basi per lo sviluppo della cooperazione tra autorità di vigilanza; (vi) gettare le premesse per l'affermarsi della vigilanza di tipo prudenziale con «*metodi unificati*» attraverso il sistema dei coefficienti, tenendo presente la necessità di tenere distinti quelli «*intesi ad assicurare la solidità della gestione*» bancaria da quelli aventi «*finalità di politica economica e monetaria*» (nella sostanza, di tener separato il governo del credito da quello della moneta); (vii) impegnarsi, a tal proposito, nel realizzare quanto prima il «*coordinamento degli schemi contabili degli enti creditizi*», supporto indispensabile per la messa a punto di un sistema di vigilanza anche finalizzato a rendere comparabili le situazioni delle diverse categorie di banche. Va notato che – sempre nei *consideranda* della direttiva – si descrive anche il futuro con un cenno all'*home country control* e alla libertà di stabilimento ancorata al rilascio del «*passaporto unico*», sottolineandone il limite di dover costruire il mercato comune degli enti creditizi – attraverso l'elaborazione di

⁸ Si v. *infra* il § 4, il § 6.1, il § 7 *sub* (ii) e il § 7.1.

«condizioni uniformi di autorizzazione per categorie simili» degli stessi – per tappe successive in ragione delle profonde differenze dei regimi giuridici degli Stati membri (si pensi che all’epoca nel Regno Unito le banche non avevano una propria regolazione e che a seguito del recepimento di questa direttiva nel 1979 verrà emanato il primo *Banking act*).

Sul piano del metodo va ricordato che la dir. 77/780 assume un impianto di armonizzazione “mirata” (in un certo qual modo rigida), con lo scopo di eliminare, in quella prima tappa, solo le «*differenze più sensibili*».

L’attuazione nel nostro Paese, avvenuta solo nel 1985 con il d.P.R n. 350, lascerà sopravvivere la legge bancaria degli anni Trenta, minandone tuttavia uno dei pilastri centrali costituito dalla discrezionalità delle autorità creditizie nel definire, mediante il sistema dei controlli da tale legge attribuiti, i profili strutturali del mercato bancario. La c.d. vecchia signora si avvierà comunque verso un graduale tramonto⁹. In quel periodo si aprirà infatti un’epoca di grandi riforme, rese urgenti dall’accelerazione che stava assumendo l’armonizzazione comunitaria delle legislazioni nazionali in vista della realizzazione del mercato unico.

2.2. L’evoluzione del diritto europeo trova nella crisi del Banco Ambrosiano di fine anni Settanta l’*occasio* per far entrare in scena il Comitato di Basilea, nato nel 1974 a seguito della vicenda della tedesca *Bankhaus Herstatt* (primo esempio di crisi internazionale derivante da rischio di regolamento riferito a transazioni valutarie). Quella brutta storia di pagina bancaria italiana mise in evidenza le carenze sulla portata ed efficacia della vigilanza nella valutazione del grado di rischiosità dell’operatività sull’estero svolta da filiazioni insediate prevalentemente in centri “offshore”¹⁰.

A livello interno nel 1981 il Comitato interministeriale per il credito ed il

⁹ Per dirla con MINERVINI, *La legge bancaria verso il tramonto?*, in *Banche e banchieri*, 1984, 633.

¹⁰ Un’accurata indagine in BELLI, MACCARONE (a cura di), *Le crisi bancarie: il caso del Banco Ambrosiano*, Milano, 1985.

risparmio darà avvio al c.d. diritto delle partecipazioni bancarie, fissando tramite una serie di delibere i confini dell'espansione delle banche in imprese esercenti attività collaterali e strumentali a quella creditizia, salvaguardando così il carattere di specializzazione all'interno del sistema bancario ed evitando deleterie commistioni tra capitale bancario e imprese extra-finanziarie. Per le banche l'acquisizione di partecipazioni diverrà uno strumento strategico (imposto) per rispondere ai mutamenti strutturali e funzionali che – soprattutto grazie all'innovazione finanziaria, alla richiesta di prodotti e servizi più sofisticati, e alla nascita di nuovi intermediari – iniziavano a stravolgere il mercato del credito.

A livello europeo con la direttiva 83/350/CEE si attribuirà invece veste normativa all'auspicio del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (d'ora in poi anche Cbvb), espresso in una raccomandazione del 1978, circa la necessità di introdurre forme di vigilanza consolidata sui gruppi, tali da consentire la sottoposizione a vigilanza nella loro interezza di quelli con articolazioni operanti in ordinamenti nazionali diversi. L'approccio resta ancora quello delle modifiche "puntuali" rivolte a un oggetto specifico; il limite della direttiva sarà di fermarsi alla fase conoscitiva delle società a valle di una banca (non vengono introdotti strumenti di vigilanza regolamentare), il merito, invece, sarà anche quello di individuare una definizione di "ente finanziario" e rafforzare il coordinamento tra autorità. Il recepimento, avvenuto con la l. n. 114 del 1986, darà modo alle autorità creditizie italiane di predisporre in via amministrativa una prima disciplina sul gruppo che farà da base alla regolamentazione di cui al d.lgs. n. 359 del 1990, emanato nel quadro della c.d. legge Amato, n. 218 del 1990, di riforma della banca pubblica¹¹.

2.3. Lo stallo verificatosi nel processo di armonizzazione delle legislazioni bancarie, unito ai cambiamenti innescati nel mercato finanziario, porta la Commissione europea a presentare nel 1985, su impulso del suo presidente Jacques

¹¹ Tra i molti, si v. i contributi presenti in RISPOLI FARINA (a cura di), *La riforma delle banche pubbliche in Italia. Dalla rivoluzione silenziosa alla legge Amato*, Napoli, 1993.

Delors, il *Libro bianco sul mercato interno*, ove si fa il punto della situazione e si imprime un nuovo slancio all'integrazione mediante l'individuazione di 279 provvedimenti legislativi volti a completare il mercato unico e la fissazione di un calendario con scadenza 31 dicembre 1992. Il *focus* mira alle barriere tecniche che impediscono la libera prestazione dei servizi. Il contenuto del *Libro bianco* confluirà nell'*Atto unico europeo* (d'ora in poi Aue) del 1986, entrato in vigore il 1° luglio del 1987, prima modifica sostanziale del Trattato istitutivo della Cee. Con l'Aue: (i) si stabilisce la data del 1° gennaio 1993 per l'istituzione del mercato interno, basato sulla libera circolazione delle merci, delle persone e dei capitali, e ancorato ad una piattaforma comune di regole; (ii) si cambia il processo decisionale in seno al Consiglio che imponeva il ricorso all'unanimità per l'armonizzazione delle legislazioni nazionali, sostituita con la regola della maggioranza qualificata; (iii) si avvia un'intensa opera di elaborazione del diritto europeo in materia bancaria con definizione di un nuovo rapporto tra Stati membri e Comunità. L'Aue indica infatti i principi cardini: 1) dell'armonizzazione minima e sufficiente (quindi non più mirata e necessariamente per tappe correlate), idonea al rilascio del "passaporto unico"; 2) del mutuo riconoscimento delle legislazioni nazionali e del controllo da parte del paese di origine, ai quali si affiancano i corollari della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi; 3) della concorrenza tra ordinamenti, diretta conseguenza dei canoni precedenti. Nella sostanza il legislatore comunitario decide di limitare il proprio intervento agli aspetti essenziali, lasciando ai singoli Stati membri il compito di collocarsi, in sede di recepimento delle direttive, su una soglia strategica di adeguamento efficiente, idonea a non danneggiare i propri intermediari.

Il Consiglio europeo nel giugno 1988 mette poi Jacques Delors alla guida di un comitato con il mandato di elaborare un programma che dal mercato unico portasse all'Unione economica e monetaria; del comitato fa anche parte, oltre ai governatori delle banche centrali, Alexandre Lamfalussy, allora direttore generale della Banca

dei regolamenti internazionali e successivamente al centro di un altro passaggio importante per l'integrazione comunitaria. Il crollo del muro di Berlino e la fine della guerra fredda scolpisce una nuova pietra miliare per il programma europeo. Infatti, il c.d. *Rapporto Delors* (approvato dal Consiglio nel giugno 1989) proporrà di articolare la realizzazione dell'Unione economica e monetaria (d'ora in poi Uem) in tre fasi distinte e progressive, indicando per l'inizio della prima il 1° luglio 1990, con la libera circolazione dei capitali (da cui, però, anche l'apertura alle porte della speculazione)¹².

Le date di avvio delle due fasi successive verranno poi stabilite dal Trattato sull'Unione europea firmato a Maastricht nel 1992, con il quale la Comunità economica europea viene ribattezzata Comunità economica (cambierà quindi la sigla finale delle direttive), e si fissa la data del 1° giugno 1998 per l'istituzione del Sistema europeo di banche centrali (d'ora in poi Sebce) e della Banca centrale europea (d'ora in poi Bce), nonché quella del 1° gennaio 1999 per l'introduzione dell'euro come moneta unica.

2.4. Nel contesto di queste prospettive a fine anni Ottanta prende corpo il terzetto di direttive che, nella sostanza, ha guidato struttura e crescita del sistema bancario italiano/europeo sino alla vigilia della grande crisi del 2008. Le successive integrazioni saranno infatti dettate da fatti contingenti, dall'evoluzione del primo accordo di Basilea sul capitale del 1988 nonché dall'affermarsi del fenomeno dei conglomerati finanziari.

Quelle direttive proietteranno la Cee verso la creazione di una "legge bancaria europea" e faranno da battistrada per la regolazione degli altri comparti del settore finanziario che solo in prossimità dell'avvio del mercato unico comincerà a muovere i primi passi verso l'armonizzazione (*rectius*, per il nostro Paese si trattò di una vera e propria creazione) delle legislazioni sulle attività e sui servizi

¹² Si v. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, 2011, 402.

d'investimento. Alle definizioni nelle stesse contenute faranno altresì riferimento i successivi atti normativi comunitari.

In definitiva, con tale rinnovamento normativo l'Europa apre per l'Italia un'opportunità di forte cambiamento – diviene necessario smantellare la c.d. “foresta pietrificata” del credito (felice espressione di Giuliano Amato) – reso comunque di tipo graduale dall'approccio scelto dell'armonizzazione minima e sufficiente. Il compromesso che necessariamente sta alla base del diritto europeo consentirà anche di esportare/salvaguardare nello spazio comune molte delle caratteristiche del nostro ordinamento bancario come, ad esempio, la nozione di banca fondata sull'esercizio congiunto della raccolta del risparmio e dell'erogazione del credito, il canone dell'autorizzazione preventiva, il modello del gruppo “plurifunzionale”, la separazione tra banca e industria e il sistema di garanzia dei depositi.

In quel momento il legislatore europeo mette in atto i principi dell'Aue: l'armonizzazione è «essenziale, necessaria e sufficiente», i canoni sono quelli dell'*home country control* e della libertà di stabilimento, l'effetto è quello della concorrenza tra ordinamenti, e con la dir. 89/646/CEE, c.d. seconda direttiva in materia bancaria, interviene nuovamente sul *coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività degli enti creditizi e il suo esercizio*, apportando modifiche ed integrazioni alla dir. 77/780.

Una costante del lavoro della Cee sarà in effetti quello di salvare sempre e comunque il bagaglio di esperienze normative già realizzate, il c.d. *acquis communautaire*, frutto delle scelte condivise e non ridiscusse.

La direttiva va posta in collegamento sia con la dir. 89/299/CEE concernente i fondi propri delle banche (con essa si individuano le componenti del patrimonio e gli elementi negativi da sottrarre nonché la qualità del medesimo, distinguendo tra il capitale di base – il *core capital* – e quello supplementare) sia con la dir. “gemella” 89/647/CEE relativa al coefficiente di solvibilità, volto a valutare, con un metodo

uniforme, la capacità di fronteggiare le perdite su crediti derivanti da possibili insolvenze della clientela (al numeratore vengono posti i fondi propri e al denominatore l'attivo ponderato per il rischio, il rapporto non deve essere inferiore all'8%).

Sul piano della portata della vigilanza va anche tenuto presente che la Commissione, oltre a dedicare particolare attenzione all'adeguatezza patrimoniale, punta sulla realizzazione di requisiti prudenziali minimi armonizzati allo scopo sia di dare solidità ad una banca, sia di garantire equilibrate condizioni concorrenziali (da difformità nelle regole di composizione del capitale possono infatti discendere penalizzazioni per gli stessi intermediari). Su tale piano va ricordato altresì che la Commissione nel 1987 aveva rivolto due raccomandazioni agli enti creditizi, la 87/62/CEE relativa ai grandi fini e la 87/63/CEE sull'instaurazione di sistemi di garanzia dei depositi (entrambe peraltro richiamate nei *consideranda* della dir. 89/646), le quali si tramuteranno più avanti, rispettivamente, nella dir. 92/121/CEE con cui si entra nel merito della concentrazione dei rischi (indicando la soglia di rilevanza del fido e ponendo dei limiti a livello individuale e consolidato), e nella dir. 94/19/CEE con cui si fissa l'obbligo per gli enti creditizi di adesione ad un sistema di garanzia dei depositi, stabilendo un minimo di copertura. Rispetto ad entrambi i profili il nostro Paese si presentava con le carte in regola: la prima direttiva troverà infatti applicazione in via amministrativa nell'ambito delle disposizioni di vigilanza sulla concentrazione dei rischi, la seconda verrà invece attuata con d.lgs. 659/1996 che interverrà sull'art. 96 del testo unico bancario – di cui al d.lgs. n. 385/1993 (d'ora in poi Tub) –, dedicato ai *Sistemi di garanzia dei depositi* già esistenti, specificandone ruolo e funzionamento.

Riguardo all'impatto della dir. 89/646 va notato che essa circoscrive, integrando e meglio specificando i criteri minimi per la concessione dell'autorizzazione, gli elementi costitutivi del passaporto unico. In particolare, fissa una misura minima per il capitale iniziale e stabilisce che il vaglio degli assetti

proprietari da parte delle autorità competenti faccia scattare il rifiuto dell'autorizzazione se, «*per tener conto della sana e prudente gestione*» della banca, le stesse non siano «*soddisfatte della qualità*» dei detentori di partecipazioni qualificate. Il fatto che su questi e altri aspetti (quali il divieto per gli enti creditizi di detenere partecipazioni in imprese extra-finanziarie in misura superiore al 15% dei fondi propri, e la portata del segreto di ufficio sul piano della collaborazione e del coordinamento tra autorità di vigilanza) il legislatore concedesse allo Stato membro di origine di emanare disposizioni più severe – grazie alle quali l'Italia riuscì, ad esempio, a salvare il principio della separazione tra banca e industria – divenne un *vulnus* della direttiva, in quanto limitò nel tempo l'efficacia dell'armonizzazione. Questa, in ogni caso, si collocò su una soglia accettabile, evitando il rischio di concorrenza/corsa al ribasso (*competition in laxity* o anche *race to bottom*) e portando le stesse autorità dei singoli Stati membri ad evitare sul proprio territorio lo svantaggio concorrenziale (c.d. *reverse discrimination*) degli intermediari nazionali con quelli provenienti dagli altri Stati comunitari e assoggettati a regole e controllo del proprio paese di origine. Nella divisione del lavoro tra autorità *home* e *host*, queste ultime restavano infatti incaricate, fra l'altro, della vigilanza sulla liquidità della succursale, rimanendo responsabili della politica monetaria.

Della direttiva possono anche segnalarsi aspetti, tuttora presenti nella legislazione bancaria europea, quali quello del divieto di raccolta, a titolo professionale, di depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico da parte di soggetti diversi dagli enti creditizi, nonché quello della definizione dei concetti di impresa madre e di filiazione tramite il rinvio alle relative definizioni presenti nella dir. 83/349/CEE sui conti annuali e consolidati delle imprese, la quale – insieme alle successive direttive in materia contabile – svolgerà un ruolo determinante nel «mutamento di stile» (per dirla con Onado)¹³, della supervisione, facendo da sponda all'affermarsi della vigilanza di tipo prudenziale.

¹³ Si v. ONADO, *Evoluzione dei criteri di vigilanza nel sistema bancario italiano*, in *Banca, impresa, società*, 1983, 141 ss.

Uno dei profili maggiormente dirompenti della dir. 89/646 sarà comunque quello di far aggirare «un fantasma» per l'Europa¹⁴, mostrando un *favor* verso la banca universale. Infatti, pur richiamando la definizione di banca presente nell'art. 1 della dir. 77/780, inserisce un allegato ove vengono elencate un insieme di attività, idonee ad abbracciare gli spazi coperti dall'intero comparto finanziario (ne resta fuori solo l'attività assicurativa), le quali qualora esercitate dalle banche "comunitarie" beneficeranno del principio del riconoscimento reciproco delle legislazioni nazionali (per lo stabilimento delle banche insediate nei Paesi terzi resterà invece applicabile la legislazione del Paese ospitante). Allegato che, con le integrazioni dovute agli sviluppi della regolazione degli intermediari e/o delle attività finanziarie, ritroveremo nella vigente legislazione bancaria europea.

2.5. Per l'ordinamento italiano, fortemente ancorato alla specializzazione, sulle cui basi si era affermato il modello di gruppo creditizio polifunzionale, il salto avrebbe potuto essere estremamente pericoloso, per questo nella direttiva verrà accolto anche questo modello, con la previsione che del mutuo riconoscimento avrebbe potuto beneficiare anche un ente finanziario filiazione di una banca. La definizione di ente finanziario viene parametrata sull'allegato alla direttiva, indicatore quindi dei confini per l'operatività sia delle banche sia dei gruppi bancari ai fini della vigilanza consolidata. Il settore bancario diventava così libero di creare «forme di specializzazione dosate»¹⁵ a seconda del modello di *business* ritenuto preferibile.

Al sistema bancocentrico italiano, di natura prevalentemente pubblica, si richiede «un ripensamento a tutto campo»¹⁶ e un cambio di passo che, attraverso varie tappe, troverà a livello normativo una svolta e un nuovo punto di partenza nel

¹⁴ Così BELLI, *Teorie creditizie e legislazione bancaria: la «banca universale» e il testo unico*, in RISPOLI FARINA, (a cura di), *La nuova legge bancaria. Prime riflessioni sul testo unico in materia bancaria e creditizia*, Napoli, 1995, 73 ss., in part. 73.

¹⁵ ANTONUCCI *Diritto delle banche*⁵, Milano, 2012, 25 e *passim*.

¹⁶ Si v. BROZZETTI, SANTORO, *Presentazione*, in EAD., ID. (a cura di), *Le direttive comunitarie in materia bancaria e l'ordinamento italiano*, Milano, 1990, VIII.

Tub, esito finale, fra l'altro, del recepimento delle anzidette direttive comunitarie: le dir. 89/647 e 89/299 verranno attuate nel 1991 rispettivamente con i d.lgs. nn. 301 e 302, mentre la dir. 89/646 verrà recepita con il d.lgs. 481/1992.

In buona sostanza con il Tub (complessivamente 162 articoli)¹⁷ il legislatore procede anche ad un riordino del panorama normativo che, con una serie torrenziale di disposizioni, era apparso negli anni antecedenti e che aveva regolato, sotto diversi profili, mercato e intermediari secondo filosofie orientate alla tutela di interessi generali (vecchi e nuovi) costituiti dalla stabilità, concorrenza e trasparenza dell'uno e/o degli altri.

Da un lato, dunque, il Tub riprende, attraverso il d.lgs. 481/1992 – anticamera dello stesso –, confini e intelaiatura della legge del 1936 (controllo a 360 gradi della banca: dall'ingresso fino all'uscita dal mercato), attuando però una “despecializzazione” completa dell'attività bancaria sul piano: istituzionale (si superano le diverse categorie di banche, il modello è quello della banca spa, sopravvivono solo le cooperative di credito); operativo (cadono le varie specializzazioni o qualificazioni); e temporale (sono rimossi i vincoli alla raccolta del risparmio e all'erogazione del credito). Affianca al modello di gruppo quello della banca universale e salvaguardia, grazie ad una valutazione restrittiva del requisito della “qualità” dei partecipanti al capitale, il principio di separazione tra industria e banca sancito in via legislativa con la disciplina sulla proprietà delle banche contenuta nella l. 287/1990 relativa alla tutela della concorrenza. Inoltre, dall'altro lato, nel Tub: (i) viene riorganizzata la disciplina del gruppo creditizio e della vigilanza su base consolidata (su cui aveva inciso, oltre al citato d.lgs. 356/1990, anche la direttiva 92/30/CEE, attuata con il d.lgs. 528/1992), ampliandone confini e portata; (ii) si dà una prima organicità alla disciplina dell'intermediazione finanziaria non bancaria (maturata in modo sparso nel quadro della regolazione antiriciclaggio

¹⁷ Si segnala che allora le disposizioni del TUB erano distribuite su 47 pagine della Gazzetta Ufficiale, pagine che arrivavano invece a 111 nel n. 32 dei *Quaderni di ricerca giuridica* della Banca d'Italia.

di cui alla l. 197/1991 e del *factoring* ex l. 52/1991); (iii) si prevede un apposito spazio per la normativa sulla trasparenza bancaria a tutela della clientela, contenuta nella l. 154/1992, e quella sul credito al consumo di cui alla l. 142/1992, attuativa della dir. 87/102/CEE; dando avvio alla contaminazione e all'intreccio con «le regole armonizzate relative all'impresa»¹⁸.

Con le riforme istituzionali e le direttive di fine anni Ottanta, la «determinante comunitaria»¹⁹ innescherà una continua e inarrestabile mutazione dell'ordinamento bancario italiano. La concorrenzialità propria del mercato interno europeo necessitava di nuovi presidi a tutela della stabilità finanziaria con ottica decisamente ampliata, anche in virtù dell'ingresso di nuovi intermediari.

L'Italia in quel periodo riuscì a mantenere il rigore del preesistente impianto normativo – l'approccio dell'armonizzazione minima lasciava infatti margini di discrezionalità i quali consentivano, oltre alla possibilità di emanare disposizioni più severe, di salvaguardare gli aspetti regolatori non affrontati dal legislatore comunitario –, ma approfittò con lungimiranza di quel momento per ricondurre altresì, in via diretta o in via indiretta (attraverso la forma del gruppo), l'intermediazione finanziaria non bancaria nell'orbita della supervisione delle autorità creditizie, limitando così il fenomeno/rischio dello *shadow banking*²⁰.

3. L'allegato alla dir. 89/646 innesca un impulso “universale” per l'attività delle banche, frenate soltanto dai limiti delle riserve legali esistenti e successivamente previste (ad es. impossibilità di svolgere in via diretta l'attività assicurativa e la gestione collettiva del risparmio), e costringe a rapportarsi anche con l'evoluzione del diritto europeo riferito all'intermediazione finanziaria non bancaria.

¹⁸ Si v. ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2018, 89.

¹⁹ Così AMOROSINO, *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016, 65.

²⁰ Sia consentito il rinvio a BROZZETTI, *Concentrazione bancaria: da mito a incubo? Il ruolo della regolamentazione rispetto alla forma del gruppo*, Pisa, 2011, 114 ss. e *passim*; EAD., “Ending of too big to fail” tra “soft law” e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme, Bari, 2018, 229 ss.

3.1. La legge sulle società di intermediazione mobiliare (d'ora in poi sim) del 1991, con cui si provava a scardinare il bancocentrismo del sistema finanziario italiano, matura nel quadro dei lavori in corso del legislatore europeo che, procedendo verso la realizzazione del mercato interno per il settore delle imprese di investimento (nel quadro delle coordinate fissate dall'Aue), interviene di fatto sulla regolazione di alcune delle attività elencate nell'allegato alla seconda direttiva di coordinamento. La strada risulta però spianata, poiché la dir. 93/22/CEE, *relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari*, ripropone taluni schemi e principi della seconda direttiva, adattandoli a tale comparto. Alla stessa si collega la dir. 93/6/CEE che dà invece avvio alla regolazione congiunta a livello comunitario di banche e imprese di investimento (denominandole collettivamente «enti»), mediante una disciplina comune sull'adeguatezza patrimoniale – attingendo alle direttive già collegate a tale aspetto e alla vigilanza consolidata – e una specifica attenzione sul rischio di mercato. Lo scopo è anche quello di «*pervenire ad un eguale trattamento*» e sviluppare norme sui rischi comuni che tali *enti* sopportano: a quelli di mercato si aggiungono quelli di posizione, di regolamento/controparte e di cambio). L'attuazione delle anzidette direttive darà poi vita al d.lgs. n. 58/1998, contenente il testo unico della finanza (d'ora in poi Tuf), al cui interno le banche attive anche nel comparto mobiliare troveranno l'ulteriore disciplina da rispettare, accanto a quella del Tub, nel quadro di un sistema integrato di vigilanza, ancorato alle finalità della stessa e svolto in modo distinto e/o coordinato da Banca d'Italia e Consob.

3.2. Negli anni Novanta del secolo scorso le modifiche alla legislazione bancaria europea, e quindi italiana, registreranno altri due momenti significativi, tra essi collegati.

Il primo riguarda la crisi della *Bank of Credit and Commerce International*

(d'ora in poi Bcci): un istituto mondiale islamico, creato nel 1972 da un finanziere pakistano e tipico esempio di banca *offshore* insediata nei paradisi fiscali e nei fatti al servizio della criminalità, tanto da venir ridenominata "Bank of Crooks and Criminals International". Al pari della vicenda del Banco Ambrosiano, anche in questo caso il problema è quello dell'articolazione in gruppo, sfruttata dalla Bcci *holding* per evitare i controlli che, messi di fronte all'opacità del medesimo (aveva creato due *sub holdings*, una con sede in Lussemburgo dove era posta la sede legale, ed operava in 73 nazioni, tra cui il Regno Unito, con complessivamente 230 filiali), non seppero rintracciare il centro di imputazione di responsabilità da parte, in particolare delle autorità lussemburghesi e inglesi. La banca sarà liquidata dal governo inglese nel 1991.

Quella crisi stimolò l'elaborazione della direttiva 95/26/CE, importante in quanto per la prima volta il legislatore europeo segue un approccio trasversale per l'armonizzazione delle legislazioni nazionali. I punti salienti della direttiva, nota come "post Bcci", consistono: (i) nell'individuare come destinatario l'"impresa finanziaria", espressione che si rivolge a tutti i soggetti operanti nel mercato creditizio, assicurativo, dei servizi di investimento e dei valori mobiliari; (ii) nell'ampliare i poteri delle autorità di vigilanza in fase costitutiva, introducendo il principio che sede legale e sede amministrativa debbano coincidere, nonché la nozione di "stretti legami" su cui poggia il potere di tali autorità di negare o revocare l'autorizzazione nel caso in cui la struttura del gruppo di appartenenza dell'intermediario, anche a livello internazionale, possa pregiudicare l'esercizio delle funzioni di vigilanza; (iii) nell'ampliamento e nel rafforzamento sia dei poteri volti a presidiare l'influenza sulla struttura e sulla politica finanziaria degli intermediari da parte di soggetti che si muovono a monte dei medesimi, sia degli obblighi di cooperazione tra le autorità settoriali di vigilanza, soprattutto al di fuori dei confini nazionali, rendendo così anche più agevole l'effettivo esercizio dei loro compiti, compresi quelli svolti su base consolidata.

Il secondo momento è quello della nascita di organismi che assumeranno un ruolo determinante a livello di *soft law*. Nel 1996 entra in scena il *Joint Forum*, istituito sotto l'egida del Cbvb, della Iosco (*International Organization of Securities Commissions*, nata nel 1983) e della Iais (*International Association of Insurance Supervisors*, sorta nel 1994), all'interno del quale detti organismi, rappresentativi dei singoli segmenti del mercato finanziario, elaboreranno sul finire degli anni Novanta le prime raccomandazioni per una disciplina dei conglomerati finanziari spiananti il terreno alla dir. 2002/87/CE. La direttiva rafforzerà gli strumenti di vigilanza "supplementare" sui gruppi intersettoriali e transnazionali, con ricadute anche sulla vigilanza di tipo consolidato²¹.

Il problema del debito estero insostenibile e delle speculazioni finanziarie delle cc.dd. tigri asiatiche e la conseguente crisi finanziaria e valutaria, scoppiata nel 1997 con epicentro la Thailandia, sta invece alla base della istituzione di altri organismi cruciali per comprendere la marcia seguita dalla globalizzazione. Nel febbraio del 1999 i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali del G7 propongono la costituzione del *Financial Stability Forum* (Fsf), allo scopo di accrescere la cooperazione tra i regolatori e le autorità di vigilanza nazionali e sovranazionali. Nel settembre dello stesso anno, sempre i ministri delle finanze del G7, annunciano la creazione del Gruppo dei 20, per affrontare le sfide che la crisi asiatica aveva posto. Dopo lo tsunami del 2008, si assisterà ad una significativa riforma degli organismi di riferimento del sistema finanziario internazionale; in particolare: il Fsf verrà trasformato in *Financial Stability Board* (d'ora in poi Fsb) con un ampliamento dei partecipanti e un rafforzamento del ruolo; lo stesso G20, da meccanismo di dialogo informale tra economie a rilevanza sistemica, diverrà artefice, attraverso soprattutto il Fsb, della predisposizione, di importanti riforme

²¹ Si v. BROZZETTI, *Concentrazione bancaria: da mito a incubo? ecc.*, cit., ove altri riferimenti bibliografici.

per il sistema finanziario globalizzato²².

3.3. Il 1999 rappresenta un anno particolarmente significativo anche per il processo di integrazione europea. L'avvio della circolazione "virtuale" dell'euro come moneta unica (quella fisica si avrà dal 1° gennaio 2002), la nascita dell'eurosistema con l'affidamento dalle banche centrali nazionali alla Bce della responsabilità nella conduzione monetaria, costituisce una base importante su cui costruire le future riforme istituzionali che porteranno all'Unione bancaria. In quel momento il diritto europeo si incanala su un percorso a due velocità che darà poi vita ad un assetto a «cerchi concentrici»²³.

L'introduzione dell'euro fa altresì da spinta per la progressiva realizzazione di un mercato unico dei servizi e degli strumenti finanziari. Nel maggio 1999, con la Comunicazione *Messa in atto del quadro di azione per i servizi finanziari: piano d'azione* (c.d. Pasf, acronimo che useremo anche più avanti), la Commissione europea si interroga sui problemi presenti e sulle prospettive future, e presenta un insieme di proposte da realizzare entro il 2005. Nel luglio 2000 l'Ecofin istituisce anche un comitato dei saggi, presieduto da Alexandre Lamfalussy, il quale proporrà un metodo per l'accelerazione del processo di integrazione in tale ambito. Nella sostanza con il *framework for financial services legislation* si prende atto dei fallimenti dell'armonizzazione minima e del mutuo riconoscimento che avevano sin lì regolato il mercato mobiliare (oltre alle direttive 93/22/CEE e 93/6/CEE, già richiamate, va ricordata la dir. 85/611/CEE, sul coordinamento delle legislazioni riferite a taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (oicvm). Dal 2001 si darà così avvio ad una nuova procedura per la "produzione delle regole" – destinata inizialmente a tale mercato e poi estesa dal 2005 anche ai settori bancario e assicurativo –, impostata su 4 livelli, ove i primi due (normativa primaria e misure

²² Si v. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" tra "soft law" e ordinamento bancario europeo, ecc., cit., 26 ss. e passim.

²³ Si v. M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* della Banca d'Italia, n. 73, settembre 2013, 5.

di dettaglio tecnico) centralizzati in Europa, mentre gli altri due (coordinamento tra autorità nazionali, e controllo dell'applicazione) dedicati all'implementazione e all'*enforcement* delle regole nell'Ue. Con il ridisegno del sistema europeo di regolazione e supervisione, reso più flessibile con un maggiore coinvolgimento del piano tecnico, la Commissione europea acquisisce dunque la possibilità di poter regolare nel continuo il fatto regolato.

In definitiva, la realizzazione dell'Uem crea anche i presupposti per rafforzare la portata del mercato unico mediante l'attrazione al proprio interno del comparto dei servizi e delle attività d'investimento. Grazie al Pasf e alla tecnica di armonizzazione derivante dalla c.d. procedura Lamfalussy, l'Europa renderà più agevole il processo normativo con viepiù limitazioni dei margini di discrezionalità in fase di recepimento nazionale, gettando le premesse per il nuovo mutamento storico nel rapporto tra la stessa e gli Stati membri che si verificherà nel 2011 in corrispondenza dell'esplosione della crisi del debito sovrano.

Sul piano delle fonti normative, le «tecniche disciplinari» vengono proiettate in una nuova realtà con il Trattato siglato a Lisbona nel 2007²⁴, il quale sostituisce, fra l'altro, l'espressione "Comunità europea" (nuova denominazione della CEE adottata con il Trattato di Maastricht) con quella di "Unione europea" (istituita con lo stesso Trattato di Maastricht), tanto che con la sua entrata in vigore – il 1° dicembre 2009 – l'estensione finale delle direttive cambierà da CE in UE. Il Trattato attribuisce altresì personalità giuridica all'Ue e crea una nuova ripartizione di competenze tra questa e gli Stati membri (esclusiva, concorrente e di sostegno: art. 2 ss. Tfu), gli stessi interventi dell'Ue risulteranno impostati sui principi di sussidiarietà e proporzionalità (art. 5 Tfu).

4. All'inizio del nuovo secolo si assiste al primo processo di consolidamento del diritto bancario tramite la dir. 2000/12/CE, *relativa all'accesso e all'attività degli*

²⁴ Ampiamente sul punto CAPRIGLIONE, *Fonti normative*, in ID. (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*², Milano, 2019, 13 s. e *passim*.

enti creditizi ed al suo esercizio, in cui confluisce un intenso lavoro di raggruppamento e coordinamento del disposto normativo sin lì emanato.

Tale direttiva verrà poi sostituita dalla dir. 2006/48/CE avente medesimo titolo, ma portata del tutto ampliata; ad essa viene affiancata anche la dir. 2006/49/CE, anch'essa di "rifusione", *relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi* e sostitutiva della dir. 93/6/CEE. Le due direttive andranno a costituire il c.d. pacchetto Crd/Cad (*capital requirements directive / capital adequacy directive*)²⁵, a loro volta alla base del pacchetto Crd4/Crr che – come accennato – racchiude oggi, con le successive modificazioni e trasformazioni, il vigente cod.banc.eu.

In sintesi gli aspetti maggiormente significativi da segnalare nel pacchetto Crd/Cad sono: 1) il mantenimento dell'obiettivo di realizzare solo l'«*armonizzazione essenziale, necessaria e sufficiente*» (*considerando n. 7*); 2) l'inserimento nella definizione di ente creditizio dell'istituto di moneta elettronica (d'ora in poi imel) istituito con la dir. 2000/46/CE (la modifica apportata in origine alla dir. 2000/12/CE da parte della dir. 2000/28/CE verrà poi rimossa dalla dir. 2009/110/CE che rinnoverà la disciplina degli imel, coordinandola quella degli istituti di pagamento creati dalla dir. 2007/64/CE, c.d. Psd (*payment service directive*)²⁶; 3) un migliore inquadramento della realtà dei gruppi bancari anche in rapporto con i conglomerati finanziari (oggetto di attenzione, rispettivamente, delle direttive 92/30/CEE e 2002/87/CE) attraverso le definizioni delle varie figure di "società di partecipazione" collocabili al vertice del medesimo; 4) il forte legame con la *soft law*, sancito dal fatto che le disposizioni sui requisiti patrimoniali presenti nella Crd e quelle relative ai fondi propri di cui alla Cad costituivano «*l'equivalente delle disposizioni*» dell'accordo quadro sulla convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei requisiti patrimoniali, approvato dal Comitato di Basilea nel giugno 2004 (*considerando n. 37*).

²⁵ Useremo anche in seguito tali acronimi.

²⁶ Useremo anche in seguito tale acronimo.

Nei fatti, la necessità di procedere ad un nuovo consolidamento del diritto bancario europeo scaturisce proprio dalla necessità di inglobare nel medesimo le novità che quell'accordo – ormai «standard di riferimento per tutti gli ordinamenti bancari nazionali»²⁷ – apporta alla regolazione delle banche e delle imprese di investimento. Innovazione finanziaria, progresso tecnologico e globalizzazione dei mercati avevano infatti richiesto regole prudenziali idonee ad arginare i nuovi rischi connessi alla mutata operatività delle banche. Tanto che già nel 1996 era stato avviato un processo di riforma regolamentare da parte del Cbvb che aveva portato all'accordo di Basilea 1,5 – confluito nella dir. 98/31/CE posta a modifica della dir. 93/6/CEE – il quale consentiva alle banche di utilizzare i modelli interni per la misurazione dei rischi di mercato. Tale processo troverà un punto di arrivo nell'Accordo del 2004 c.d. Basilea2, strutturato su un sistema a tre pilastri dedicati: I) ai requisiti patrimoniali minimi a fronte, oltre che del rischio di credito, di controparte e di quello di mercato, dei rischi operativi, con indicazione delle diverse metodologie per la loro misurazione (metodo standardizzato, dei modelli interni oppure avanzato); II) al processo di controllo prudenziale (*supervisory review process-srp*), con indicazione degli aspetti di valutazione, attuale e prospettica, dell'adeguatezza del capitale a carico degli intermediari (*internal capital adequacy assessment process-icaap*) nonché di revisione e valutazione prudenziale di pertinenza delle autorità di vigilanza (*supervisory review and evaluation process-srep*); processo di riesame svolto sulla base di un adeguato sistema di analisi (*risk assessment system-ras*) con la formulazione al termine di un giudizio complessivo riferito all'intermediario; III) alla promozione della disciplina di mercato, fondata su requisiti di trasparenza informativa.

Il recepimento del pacchetto Crd/Cad nel nostro ordinamento, avvenuto con la l. n. 15/2007, impatterà sulle disposizioni del Tub dedicate alla vigilanza sulle

²⁷ Si v. MONTANARO, *Limiti della vigilanza prudenziale*, in BENOCCI, MAZZINI (a cura di), *Corso di legislazione bancaria*, tomo II, *Approfondimenti sulla legislazione bancaria vigente*, Pisa, 2012, 210 e *passim*.

banche e sui gruppi bancari, messe in linea con il nuovo impianto regolamentare che rimodula regole e supervisione valorizzando ancor più la logica di mercato. Si può tuttavia segnalare che a livello di dimensioni del Tub la versione della Banca d'Italia del 2006 differisce rispetto a quella del 2007 di appena 3 pagine, questo a dimostrazione dell'efficacia del funzionamento della valvola di apertura presente nell'art. 6 del Tub, dedicato ai *Rapporti con il diritto comunitario*, norma che obbliga le autorità creditizie ad esercitare i poteri loro attribuiti «*in armonia con le disposizioni comunitarie*», nonché ad applicare i regolamenti e le decisioni della Comunità europea, e a «*provvedere in materia creditizia e finanziaria*»²⁸.

5. Alla soglia della grande crisi il diritto del mercato finanziario europeo – e quindi nazionale – sul piano delle banche si trova, dunque, nella fase di rodaggio conseguente all'attuazione del disposto comunitario del 2006.

Registra inoltre, poco dopo, alcune novità sul fronte della disciplina degli assetti proprietari delle banche, dalla seconda direttiva lasciata nella disponibilità degli Stati membri, mediante la dir. 2007/44/CE che riscrive integralmente le regole sul controllo della compagine societaria delle imprese appartenenti al mercato finanziario, ancorando il ruolo delle autorità competenti ad una valutazione di tipo rigorosamente prudenziale nel quadro di una procedura trasparente basata su criteri in numero limitato e oggettivi. Lo scopo è quello della «*certezza giuridica, chiarezza e prevedibilità*» del processo di valutazione e del suo risultato (*considerando* n. 3). Forte sarà l'impatto sul Tub e sulla discrezionalità delle autorità creditizie tesa ad incidere sulla struttura del comparto bancario. Il cambio di paradigma è in effetti significativo, dato che tale direttiva rientrerà nel filone dell'armonizzazione massima inaugurato con la disciplina sugli abusi di mercato (dir. 2003/6/CEE) e seguita dalla direttiva 2004/39/CE (sostitutiva della dir. 93/22/CEE),

²⁸ Nel 2007 il volume della Banca d'Italia che raccoglie le disposizioni del TUB, aggiornate al febbraio di quell'anno, passa infatti a 190 pagine.

c.d. mifid (*Market in Financial Instruments Directive*)²⁹, che ridisegnerà la disciplina del comparto mobiliare.

Con riferimento a quegli anni, va di nuovo ricordata la dir. 2007/64/CE, riguardante i servizi di pagamento (poi sostituita dalla dir. 2015/2366/UE, c.d. Psd2), alla base di un cambiamento epocale per le banche, svuotate sempre più di un'attività tradizionalmente loro e da condividere – a livello anche di moneta elettronica – con nuovi intermediari, comunque attratti nella disciplina del Tub. L'attuazione delle direttive in materia di imel (dir. 2000/46/CE poi sostituita dalla dir. 2009/110/CE) e dalle direttive sugli istituti di pagamento, di cui alle Psd1 e Psd2, porterà all'ampliamento della categoria dei *soggetti operanti nel settore finanziario* mediante l'aggiunta al Tub dei titoli, rispettivamente, *V-bis* e *V-ter*. Il mercato si troverà invece sempre più proiettato verso il fenomeno c.d. dell'*open banking*.

6. Il fallimento di Lehman Brothers fa venire al pettine molti dei nodi e degli interrogativi sulla reale natura del sistema finanziario³⁰ e mette in moto una fase di transizione fatta di studi e di prime concrete realizzazioni che gradualmente ridisegneranno architettura e fisionomia della regolazione e della supervisione. Anche il paradigma di revisione dell'*acquis* comunitario subisce una decisiva metamorfosi, intrecciandosi con le modifiche istituzionali indotte dai Trattati che daranno vita ad un'integrazione con geografia variabile settata sull'appartenenza o meno all'Unione bancaria, prefigurata nel 2012.

Nei paragrafi che seguono ci occuperemo del cammino verso il nuovo equilibrio tra livello istituzionale dell'Ue e piano nazionale, passando in rassegna tre fasi preparatorie: quella immediatamente successiva alla gfc; quella del suo cambio di traiettoria innescato dalla crisi del debito sovrano; e quella del completamento delle riforme prefigurate – talune ancora in corso –, integrata con la parentesi

²⁹ Acronimo che useremo anche nel seguito.

³⁰ Particolarmente efficace, per capire le dinamiche della crisi, il libro di ONADO, *I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte*, Bari, 2009.

aperta dalla pandemia da Covid-19.

6.1. All'indomani dello scoppio della crisi del 2008, il c.d. *Rapporto de Larosière*, pubblicato nel febbraio del 2009, delinea la nuova struttura de *La vigilanza finanziaria europea*, con i suggerimenti per: (i) l'istituzione di un nuovo "organismo" (integrato con le singole banche centrali e la Bce) finalizzato a rafforzare la vigilanza macroprudenziale; (ii) la creazione di un sistema europeo di vigilanza microprudenziale allo scopo di migliorare il coordinamento del controllo dei gruppi *cross-border*; (iii) la trasformazione dei preesistenti Comitati attivi nei singoli settori del mercato finanziario in autorità europee con conseguente incremento dei relativi poteri. Nel 2010 la nuova architettura di vigilanza prenderà così corpo con la realizzazione del *Sistema europeo di vigilanza finanziaria* (Sevif), basato su una rete di autorità formata: a) da quelle presenti nei singoli Stati membri; b) dalle neonate, per gemmazione, *Autorità bancaria europea* (Abe), di cui al reg. 1093/2010, *Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati* (Aesfem), di cui al reg. 1095/2010, e *Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali* (Aeap), di cui al reg. 1094/2010; c) dall'istituzione del *Comitato europeo per il rischio sistemico* (Cers), di cui al reg. 1092/2010, cui si affida il compito di emanare orientamenti e raccomandazioni sulle dinamiche incidenti sulla stabilità macro-finanziaria³¹. Al *Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza* si attribuisce invece il compito di garantire uniformità sul piano della vigilanza intersettoriale.

Con la dir. 2010/78/UE (c.d. *Omnibus I*) le competenze attribuite alle nuove autorità europee di vigilanza verranno incorporate nel disposto normativo riferito al sistema finanziario nel suo complesso. A livello interno il d.lgs. 130/2012, posto a recepimento della direttiva, amplierà (fra l'altro) la portata dell'art. 6 del Tub, rubricandolo *Rapporti con il diritto dell'Unione europea e integrazione nel SEVIF*, con

³¹ Utilizzeremo anche nel seguito gli acronimi appena segnalati.

riposizionamento del ruolo e delle competenze della Banca d'Italia.

Trattasi di una prima risposta alla crisi che cerca di migliorare il coordinamento e la convergenza di prassi e regole di controllo, rendendo più incisiva l'attività delle competenti autorità nazionali (da notare che il *Rapporto* non raccomandava l'individuazione della Bce come autorità di vigilanza)³². All'interno del mercato unico non si assiste dunque ad uno stravolgimento del consueto paradigma di integrazione europea.

(i) Nel 2009 si muovono sulla stessa scia anche i primi interventi modificativi della legislazione bancaria europea incidenti sul codice bancario allora vigente e costituito dalle richiamate direttive nn. 48 e 49 del 2006. Con il c.d. pacchetto Crd2, composto dalle direttive 2009/27/CE del 7 aprile, 2009/83/CE del 27 luglio, e 2009/111/CE del 16 settembre, si interviene sul patrimonio di vigilanza, sui grandi fidi, sulla cartolarizzazione, sulla liquidità, sui collegi dei supervisori, sulla cooperazione tra le autorità in caso di crisi, sull'informativa al pubblico. Ad esso seguirà nel novembre del 2010 la dir. 2009/76, c.d. Crd3, che tocca le disposizioni sui requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni, ed introduce specifiche regole sui sistemi di remunerazione e incentivazione dei manager. La revisione coinvolge anche il fenomeno conglomerale regolato dalla dir. 2002/87/CE, c.d. Ficod (*Financial conglomerates directive*)³³, poi sostituita con la direttiva 2011/89/UE che, fra l'altro, potenzierà il ruolo dell'autorità responsabile della vigilanza su base consolidata, operante anche nei collegi dei supervisori.

Come prima risposta alla crisi il rafforzamento della regolamentazione prudenziale europea si limita dunque a tener presenti talune delle debolezze emerse; nell'occasione il legislatore pone altresì rimedio ad alcune incertezze

³² Cfr. CAPOLINO, *Il testo unico bancario e le sfide future*, in BROZZETTI (a cura di), *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, Milano, 2016, 33 ss., in part. 34..

³³ Acronimo che utilizzeremo anche nel seguito.

interpretative sollevate dalla Crd/Cad³⁴.

(ii) Nel nostro Paese il recepimento avviene attraverso sia un aggiornamento delle disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia con riferimento alla Crd2 (il 5° apportato nel 2010 alla Circolare n. 263), sia con il d.lgs. n. 239/2010 attuativo della dir. 2009/111.

Il Tub registra inoltre diverse integrazioni, conseguenti soprattutto all'attuazione di nuove direttive europee (talune successivamente modificate) che insistono sull'impresa e/o sulle attività delle banche, condivise anche con altri soggetti operanti nel settore finanziario. Si ricorda, fra l'altro, il recepimento: (i) della dir. 2007/64/CE, poi rinominata Psd1, con il d.lgs. 11/2010 (che inserirà – oltre al già segnalato titolo V-ter, dedicato agli istituti di pagamento – il capo II-bis sui servizi di pagamento all'interno del titolo VI sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti); (ii) della dir. 2007/44/CE, sugli assetti proprietari delle banche, con il d.lgs. 21/2010 (che rimuoverà il principio della separazione tra banca e industria); (iii) della dir. 2008/48/CE, sul credito ai consumatori, con i d.lgs. 141/2010 e 218/2010, che incideranno altresì sull'intermediazione finanziaria non bancaria (nel Tub verrà inserito, fra l'altro, il titolo VI-bis sugli agenti in attività finanziaria ed i mediatori creditizi); (vi) della dir. 2011/89/UE, con il d.lgs. 53/2014 che riorganizzerà la vigilanza supplementare sui conglomerati finanziari. A dimostrazione della sempre maggiore complessità e analiticità della regolazione delle banche, si segnala che alla vigilia dell'emanazione del nuovo codice bancario che sostituirà Crd/Cad, così come successivamente modificate ed integrate, il Tub (pubblicato dalla Banca d'Italia nell'aprile 2014) aveva raggiunto le 231 pagine.

6.2. L'avvio dell'operatività del Sevif ad inizio 2011, cui va il merito di aver

³⁴ Per approfondimenti si v. i contributi presenti in VELLA (a cura di), *Banche e mercati finanziari*, Torino, 2009, e *ivi* in particolare cfr. anche ID., *Realtà e prospettive del mercato unico dei servizi finanziari dopo la crisi*, 1 ss.

«migliorato il gioco di squadra», mostra ben presto il proprio «vizio di origine»³⁵ allorquando dovrà confrontarsi con il cambio della traiettoria dello tsunami del 2008 causato dall'esplosione – sul finire dell'estate – dei rischi sul debito sovrano e del relativo contagio alle banche. Cambio che farà emergere sia la necessità di ricercare nuovi paradigmi per ridurre l'impatto di eventi di instabilità sistemica³⁶ sia un'accelerazione della «naturale ascensione verso un piano politico mondiale»³⁷. Sin lì con la filosofia dell'armonizzazione poco invasiva nel quadro del c.d. trilemma finanziario – anche definito terzetto/trio inconciliabile/incoerente –, dato dal fatto che dei tre obiettivi: integrazione europea, stabilità finanziaria e vigilanza impostata su base nazionale, se ne possono perseguire solo due alla volta con sacrificio del terzo, l'Ue era riuscita a lasciare indietro il primo. Il fallimento mostrato nei fatti dal principio dell'armonizzazione minima (correlato a quello dell'*home country control* per le imprese ad operatività transfrontaliera) porterà ad una virata che farà avanzare notevolmente il progetto unificante europeo, con novità repentine e dirompenti per l'eurozona.

(i) A livello globale la variazione di campo vettoriale della crisi fa assumere sempre più spessore al tema centrale, emerso con il fallimento di Lehman Brothers, delle c.d. "g-sifis" (*Global-Systemically Important Financial Institutions*), e del connesso connotato del *too big to fail*, c.d. tbtf, tema che guiderà l'ampio processo di rielaborazione degli *standard* dei consessi internazionali, mossi dall'obiettivo di porre fine al *moral hazard* sviluppato da dette istituzioni³⁸.

Tra i risultati di maggiore impatto di tale processo va segnalata la predisposizione da parte del *Financial stability board-Fsb*, dei c.d. *Key Attributes*

³⁵ Si v. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" tra "soft law" e ordinamento bancario europeo, ecc., cit., 85.

³⁶ Si v. PELLEGRINI, *Autoregolazione e controllo*, in EAD. (a cura di), *Corso di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2016, 221 ss.

³⁷ Si v. ampiamente PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Lavis (TN), 2012, 59 ss.; EAD., *Profili giuridici del governo del rischio*, *Riv.trim.dir.econ.* 2021, I, 525 ss. (relazione ad un convegno pubblicata anche in BROZZETTI, a cura di, *L'ordinamento bancario europeo, ecc.*, cit., 39 ss.).

³⁸ Utilizzeremo anche nel seguito gli anzidetti acronimi.

of *Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* resi pubblici dal Fsb nell'ottobre 2011, raccomandazioni affiancate dalla progressiva revisione da parte del Cbvb del quadro prudenziale sul governo dei rischi e sull'adeguatezza patrimoniale: l'accordo *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*, del dicembre 2010, noto come Basilea3, registrerà infatti ripetute integrazioni e si completerà con la c.d. finalizzazione del dicembre 2017 (*Finalising post-crisis reforms*).

I lavori relativi al *Basel framework* del Cbvb e quelli del Fsb faranno da sfondo al rinnovamento del quadro normativo teso a migliorare la supervisione e la gestione delle crisi avviato in sede europea, ove, con il 2012 si creeranno le premesse per un'altra svolta di portata storica.

6.3. Nella *Dichiarazione del Vertice della zona euro* del 29 giugno il Consiglio europeo fa proprio l'imperativo di spezzare il «*circolo vizioso tra banche e debito sovrano*» e, mentre procedono i lavori sul fronte del rafforzamento dell'Uem (la crisi dello *spread* che investe l'Europa indebolisce altresì la moneta unica), matura anche una *roadmap*, resa nota nel settembre successivo, per la costruzione dell'Unione bancaria (d'ora in poi Ub). Si prefigurano tre pilastri: a) l'introduzione di un sistema centralizzato di supervisione bancaria; b) l'avvio di un sistema europeo di risoluzione delle crisi bancarie; c) l'istituzione di uno schema comune di garanzia dei depositi; pilastri che nel loro insieme garantirebbero la presenza di una reale rete di protezione sistemica (*safety net*). Questo ridisegno delle competenze e delle modalità di cooperazione/cogestione nella produzione delle regole e della supervisione, tra autorità nazionali ed europee, determinerà una più accentuata integrazione in senso verticale, aggiuntiva a quella consueta di tipo orizzontale, nell'ottica di meglio presidiare le sfide del mercato globale.

Va tenuto presente che tale *roadmap* si realizzerà in parallelo con la costruzione del "codice unico dei servizi bancari e finanziari": il c.d. *single rulebook*,

che in quel momento darà soprattutto veste normativa alle raccomandazioni degli *standard-setter* e di fatto farà da terreno da appoggio per i pilastri dell'Ub, assicurandone stabilità e funzionamento. Il punto in evidenza è quello del superamento del tradizionale *modus operandi* dell'armonizzazione comunitaria delle legislazioni nazionali, giocata sulla competenza predominante degli Stati *home*, attraverso una visione d'assieme che riunisce supervisione, trattamento prudenziale e gestione delle crisi. Il processo di integrazione procederà così a velocità differenziata con innescata una marcia in più per i Paesi appartenenti all'eurozona aderenti all'Ub (insieme a quelli esterni che vi partecipano in forma volontaria), assoggettati ad un quadro normativo che condivide e/o rimodula quello proprio del mercato unico bancario applicato a tutti i Paesi aderenti all'Ue.

(i) L'implementazione nel diritto bancario europeo dell'accordo di Basilea3 di fine 2010 darà luogo ad una destrutturazione delle "direttive gemelle" Crd/Cad all'interno di un testo con esso integrato e distribuito nel c.d. pacchetto Crd4/Crr, emanato il 26 giugno 2013 e comprendente:

– la dir. 2013/36/UE, *sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento*, dove confluiscono le disposizioni in tema di (i) ingresso nell'ordinamento creditizio; (ii) operatività in regime di mutuo riconoscimento; (iii) cooperazione tra le autorità di vigilanza (con tali punti siamo dentro al II pilastro di Basilea3, quello del controllo da parte delle autorità di supervisione); (iv) governance e remunerazioni; (v) sanzioni; e (vi) riserve/*buffer* di capitale;

– il corpus (si tratta di 521 articoli che si sommano ai 165 della direttiva) reg. UE n. 575/2013, *relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento*, il quale raccoglie le norme del primo pilastro sui requisiti prudenziali minimi, e del terzo, relativo all'informativa al mercato, cui si aggiungono quelle per il monitoraggio dei requisiti tesi a fronteggiare il rischio di liquidità e il *leverage ratio*.

Il diritto europeo delle banche, e non solo visto che il disposto normativo si applica agli «enti» termine che continua a comprendere anche le imprese d'investimento, cambia decisamente rotta, in quanto l'utilizzo di una tecnica legislativa fondata su di un regolamento direttamente applicabile negli Stati membri e su una direttiva di armonizzazione massima "temperata"³⁹, in quanto lascia pur sempre consistenti margini di discrezionalità agli Stati membri⁴⁰, livella maggiormente il campo da gioco. Si costruisce, in buona sostanza, la base per la creazione di quel *single rulebook* che Padoa-Schioppa prefigurava sin dal 2004 accanto ad un unico supervisore⁴¹.

Un punto da evidenziare (su cui si registreranno interessanti novità nel 2019) è che il nuovo codice europeo dei servizi bancari e finanziari del giugno 2013 assorbe nel diritto europeo il pacchetto regolamentare di Basilea3, applicandolo in modo esplicito (quando compatibile) anche alle imprese d'investimento, agendo sugli strumenti già orientati a garantire la sana e prudente gestione: (i) potenziati con regole sull'integrità dell'attività degli intermediari; (ii) irrobustiti con regole riferite al patrimonio, ai rischi e alla liquidità; (iii) completati con i presidi sulla governance, sulle remunerazioni dei *manager*, sull'organizzazione ed i controlli interni⁴². L'ordinamento dell'Ue registra altresì un avanzamento qualitativo importante in quanto consente l'ingresso nel diritto europeo alla fattispecie degli enti a rilevanza sistemica globale (modulate sulla base dei nuovi indirizzi forniti dal Cbvb), rafforzando intorno agli stessi l'impresa articolata in gruppo, lasciando comunque emergere un "neo" con riferimento alla portata della vigilanza su base

³⁹ Si v. BROZZETTI, "Ending of too big to fail" tra "soft law" e ordinamento bancario europeo, ecc., cit., 107.

⁴⁰ Si v. A. NIGRO, *Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 185 ss.

⁴¹ Si v. PADOA-SCHIOPPA, *How to deal with emerging pan-European financial institutions?*, The Hague, 3 November 2004, al link <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2004/html/sp041103.en.html>.

⁴² Si v. ampiamente LAMANDINI, RAMOS MUÑOZ, *Eu financial law. An introduction*, Milano, 2016, 533 ss.

consolidata⁴³.

(ii) Il 2013 rappresenta un anno decisivo per il diritto europeo ma anche per la costruzione dei primi due pilastri dell'Ub.

Nel giro di pochi mesi, e in modo concatenato, al cod.banc.eu. si affianca, da un lato, la costruzione del pilastro del Meccanismo di vigilanza unico (d'ora in poi Mvu), istituito con il reg. UE n. 1024/2013 del 15 ottobre, che centralizza nella Bce la vigilanza su tutte le banche, in modo diretto per quelle maggiormente significative e in via mediata – attraverso le autorità nazionali competenti – per le banche meno significative, restando comunque salva la facoltà per la Bce di avocare a sé le funzioni di vigilanza “decentralizzata” (il Mvu sarà operativo dal 4 novembre 2014). L'obiettivo ambizioso è di eliminare l'azzardo morale che si annida nelle istituzioni che il mercato percepisce come *tbt*, costruendo una effettiva vigilanza consolidata e meccanismi per una gestione più efficace del capitale, della liquidità e dell'operatività. Il cambiamento è epocale in quanto la maggior parte dei poteri di vigilanza sono trasferiti dal livello nazionale a quello comunitario, con uno spostamento di sovranità che eclissa in gran parte il principio dell'*home country control*. La Bce applica anche la legislazione bancaria nazionale posta a recepimento delle direttive, viene così messa nella condizione di acquisire un variegato bagaglio di esperienze, con possibilità di sfruttare/selezionare le migliori prassi e i più efficienti sistemi normativi, e di conseguenza di assumere un ruolo rilevante nell'uniformazione degli strumenti e delle procedure di vigilanza (si pensi anche alla funzione consultiva rivestita nel processo regolatorio europeo), contribuendo così a migliorare la frammentarietà del panorama legislativo – frutto/residuo dell'armonizzazione minima e delle discrezionalità riconosciute agli Stati membri – e a contrastare le disparità di trattamento tra intermediari.

Dall'altro lato, tale metamorfosi della vigilanza prende avvio dopo che: (i) la Commissione aveva reintrodotta, dal 1° agosto 2013, le regole sugli aiuti di Stato

⁴³ Si v. BROZZETTI, “Ending of too big to fail” tra “soft law” e ordinamento bancario europeo, *ecc.*, cit., 110 ss.

(sospese in concomitanza dell'evolversi della grande crisi del 2008) mediante la c.d. *Comunicazione sul settore bancario*, con cui si fissa il principio della condivisione delle perdite (*burden sharing*) da parte di azionisti e creditori; (ii) erano già avviati i lavori per la definizione di un nuovo quadro normativo per le crisi bancarie dato che nel giugno 2012 erano iniziati i lavori per una direttiva sulla risoluzione delle crisi bancarie (a sua volta centrata sul *bail-in*), e nel luglio 2013 veniva presentata la proposta di regolamento per la costruzione del secondo pilastro dell'Ub.

(iii) Con riguardo all'armonizzazione delle condizioni di risanamento e liquidazione degli enti creditizi, il *considerando* n. 6 della dir. 89/646/CEE ne segnalava l'esame allora in corso, ma il primo intervento di coordinamento si avrà con la dir. 2001/24/CE (recepita con il d.lgs. 197/2004) che introdurrà alcune disposizioni in merito con riferimento alle banche con succursali in altri Stati membri, nel quadro dei principi del mutuo riconoscimento delle disposizioni nazionali e dell'*home country control*, con relativa competenza attribuita quindi alle autorità dello Stato di origine. Grazie agli accordi raggiunti in sede internazionale sui "kas" del Fsb, già nel giugno del 2012 comincerà il percorso relativo alla revisione dello scarno diritto dell'Ue presente in quella direttiva. Va però notato che l'avallo politico di Consiglio e Parlamento europeo sulla proposta di direttiva si realizzerà nel dicembre 2013.

L'arrivo in porto il 15 maggio 2014 della riforma sul diritto delle crisi apportata con la dir. 2014/59/UE, c.d. Brrd (*Bank recovery and resolution directive*)⁴⁴, apre la via, seppure con il limite dell'armonizzazione minima che la caratterizza, per la creazione di un *framework* per la gestione delle crisi per le banche e le imprese di investimento, centrato anche sulla realtà di gruppo. Il nuovo contesto normativo per il risanamento e la risoluzione di banche in stato, ovvero a rischio, di dissesto, poggia sulla previsione di strumenti attenti a una loro gestione tempestiva e ordinata, improntati a una maggiore tutela dei contribuenti (figura

⁴⁴ Useremo anche nel seguito tale acronimo.

tenuta però arbitrariamente separata da quella dei depositanti/risparmiatori).

La direttiva esplica al meglio la sua forza innovativa se calata nell'area euro e sincronizzata con il successivo pilastro del Meccanismo di risoluzione unico-Mru (anche noto come *Single resolution mechanism Srm*)⁴⁵, di cui al reg. UE n. 806/2014 del 15 luglio 2014, entrato in vigore il 1° gennaio 2015 ma con posticipazione all'anno successivo della piena operatività dei meccanismi ivi previsti. Il Mru diviene complementare al Mvu centralizzando i processi decisionali nel Comitato unico di risoluzione, cui si affida il potere di adottare gli strumenti apprestati dalla Brrd. Al fine di meglio evidenziare le dinamiche sottostanti al rinnovamento normativo di quel periodo, si ricorda che tale direttiva seguiva a sua volta la revisione della dir. 2014/49/UE, del 16 aprile, sui sistemi di garanzia dei depositi (la quale armonizza le disposizioni riferite alla copertura, alle modalità di finanziamento e ai termini per i pagamenti, migliorando il funzionamento dei sistemi di garanzia dei depositi e la protezione dei depositanti, preparando così il terreno per la costruzione del terzo pilastro dell'Unione bancaria), e anticipava di poco la firma del *Trattato intergovernativo* del 21 maggio – strettamente condizionato al precedente raggiungimento di un compromesso sul testo del regolamento sul Mru – relativo all'accentramento dei fondi nazionali tramite il *Single resolution fund-Srf*, destinato a supportare la fase di risoluzione di una banca in crisi.

6.4. La progressiva formazione del *single rulebook*, alimentato anche dalle norme tecniche di attuazione e di regolamentazione (note, rispettivamente, con gli acronimi inglesi *its* e *rts*) dell'Autorità bancaria europea, cui sono riservati significativi poteri di intervento, diviene per i sistemi bancari dei Paesi dell'Ue una bussola che ne guiderà struttura e supervisione. Per l'Italia, che assomma anche la posizione di aderente all'eurozona e quindi all'Ub, il recepimento, nel contesto del Mvu e del Mru, del nuovo diritto europeo contenuto nella Crd4, nel Crr (rispetto alle

⁴⁵ Acronimi che utilizzeremo anche più avanti.

opzioni lasciate agli Stati membri) nonché nella Brrd, provocherà una trasformazione copernicana dell'ordinamento bancario, costretto sia a rivedere la posizione delle proprie autorità creditizie – proiettate nell'esercizio congiunto di compiti e poteri di vigilanza, con un ruolo prevalente di ausilio alla Bce, unica responsabile della supervisione – sia a rinnegare parte del proprio modello regolatorio attuando una frattura nell'unitario e accentrato sistema dei controlli nato, nelle sue travature essenziali, con la legge bancaria degli anni Trenta.

Il recepimento nel 2015 di questo nuovo “codice unico europeo”, cardine su cui si muovono Mvu e Mru, segna dunque un profondo spartiacque per la storia bancaria italiana.

(i) Con il d.lgs. 72/2015 viene recepita la Crd4 che determina un cospicuo rimaneggiamento delle norme dedicate alla vigilanza – contenute nel Tub⁴⁶ ma anche del Tuf⁴⁷ –, volte a potenziare soprattutto quella su base consolidata nel complesso, sul piano oggettivo e soggettivo, nonché a rafforzare il livello di patrimonializzazione. Si va ad incidere soprattutto sui requisiti di liquidità (indicatori di breve termine, il *liquidity coverage ratio-lcr*, e di tipo strutturale, il *net stable funding ratio-nsfr*), nonché sui coefficienti patrimoniali ancorati al rischio (introduzione del *leverage ratio*).

(ii) Rispetto al profilo della soluzione delle crisi, la biforcazione dell'assetto della supervisione nell'Ub, determina un riposizionamento della Banca d'Italia nelle tradizionali funzioni di gestione delle medesime. Con l'istituzione del Comitato di risoluzione si centralizza infatti l'adozione degli strumenti previsti dalla Brrd e la decisione sull'utilizzo del Srf, creando così le condizioni per una gestione unitaria delle crisi dei gruppi transfrontalieri ed evitando distorsioni concorrenziali derivanti da possibili armonizzazioni divergenti della direttiva. Il Comitato necessita tuttavia di specifici referenti a livello nazionale.

⁴⁶ Fra i molti, si v. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche. Le regole e l'attività*³, Bologna, 2020, 121 ss.

⁴⁷ Fra i molti, si v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*¹¹, Torino, 2021, 33 ss.

Con il d.lgs. 72/2015 alla Banca d'Italia era già stata attribuita la funzione di Autorità nazionale di risoluzione, da svolgere però nella neoistituita *Unità di Risoluzione e gestione delle crisi*, cui si riserva la funzione di esercitare i compiti istruttori e operativi del Mru, nonché di gestire la liquidazione delle banche *less significant* e degli intermediari finanziari. Il nuovo quadro normativo derivante dalla Brrd e dal Mru, ancorato ad uno dei *punctum dolens* del processo di riforma costituito dalla sostituzione del *bail-in* al *bail-out*, verrà invece recepito il 16 novembre 2015 con i decreti legislativi n. 180 (contenente le norme su risanamento e risoluzione delle banche e delle imprese di investimento) e n. 181 (posto a modifica delle disposizioni del Tub sull'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa, procedure che l'Italia riesce a fare salve). Si depotenzia così quel connotato di organicità proprio della legislazione bancaria italiana.

Per l'Italia il passaggio, come visto decisamente repentino (alla luce del consueto *modus operandi* del legislatore europeo), da una temperie regolamentare ad una nuova senza concedere una fase di acclimatazione, si rivelerà particolarmente funesto sul piano della soluzione delle crisi bancarie via via emerse⁴⁸, tanto da far nascere "un caso Italia"⁴⁹.

7. Mentre il *single rulebook* cominciava a prendere forma, anche nel contesto dei primi pilastri dell'Ub, facendo entrare il composito meccanismo nella fase di rodaggio, l'evoluzione dei lavori in sede internazionale da parte soprattutto del Comitato di Basilea, da un lato, e la prospettiva del primo divorzio dall'Ue poi concretizzatesi con la Brexit, dall'altro, hanno fatto da spinta per il lancio di un nuovo processo di riforma con un forte impatto sull'assetto normativo europeo

⁴⁸ Fra i molti, si v. MACCARONE, *La gestione delle crisi bancarie (i profili innovativi)*, in *Dir.banc.*, 2021, I, 533 (testo di una relazione pubblicata anche in BROZZETTI, a cura di, *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022, 97 ss.).

⁴⁹ Si consentito il rinvio a BROZZETTI, *Il decreto legge n. 99/2017: un'altra pietra miliare per la "questione bancaria" italiana*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018, I, 24 ss., in part. 27 (ove ulteriori riferimenti bibliografici).

riferito al mercato finanziario dell'Ue scaturito dalla crisi del 2008. In estrema sintesi ne individuiamo di seguito le principali tappe.

(i) Dopo che nell'agosto 2015 il Parlamento europeo aveva invitato la Commissione a predisporre una revisione globale della legislazione finanziaria dell'Ue, con la *Comunicazione* del 30 settembre la stessa presenta il primo corposo *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, da realizzare mediante diverse iniziative e vari obiettivi, tra i quali lo sviluppo di fonti di finanziamento all'economia complementari a quello bancario. Nei fatti, dopo la posa dei primi pilastri dell'Ub, la costruzione di un mercato comune dei capitali, la c.d. Cmu (*Capital markets union*)⁵⁰, integrato e liquido, viene ritenuta necessaria per favorire coesione, crescita e stabilità economica. Il punto interessante è che la Cmu sia presentata anche come stampella di appoggio alla stessa Ub, in quanto andrebbe a riformare il contesto pluricentrico del sistema finanziario dell'Ue, superando il problema del mantenimento della fluidità delle attività finanziarie nella frammentazione dei diversi centri finanziari che la connotano.

(ii) A novembre seguirà una nuova *Comunicazione* dal titolo *Verso il completamento dell'Unione bancaria*, segnato da una serie di misure per ridurre i rischi nel settore, anche in vista delle ulteriori sfide da affrontare. Il Consiglio inviterà la Commissione a lavorare sulle modifiche da apportare, fra l'altro, al quadro legislativo e aventi come snodo: (i) il problema della gestione delle crisi, al fine di garantire una risoluzione «*efficiente ed ordinata*», (ii) una revisione generale del cod.banc.eu., con lo scopo di agire sia sul grado di armonizzazione (intervenedo quindi sulle opzioni e discrezionalità nazionali), sia sull'attuazione degli *standard* elaborati dal Cbvb. Le proposte verranno presentate nel novembre 2016 e giungeranno in porto nel maggio 2019 con il c.d. *new banking package*, costituito in sintesi dai regolamenti 2019/876, c.d. Crr2, e 2019/877, c.d. Srmr2, e dalle direttive 2019/879, c.d. Crd5, e 2019/879, c.d. Brrd2, provvedimenti che insistono sul codice

⁵⁰ Useremo anche più avanti tale acronimo.

unico dei servizi finanziari, adeguando al nuovo panorama normativo anche il secondo pilastro dell'Ub.

Questo primo carico di riforme aggiunge una tappa importante al cammino dell'Europa verso un più compiuto ordinamento bancario. Il perno consiste nella messa in linea del diritto europeo con una parte del complesso processo culminato nella "finalizzazione" di Basilea3 di fine 2017, e con le novità, sempre presenti nella *soft law*, riferite alla gestione delle crisi bancarie. Il punto è quello della ulteriore diminuzione dei rischi di insolvenza con i relativi impatti sistemici.

Il compromesso raggiunto nel 2017 rinforza in effetti le regole *risk sensitive*, rendendo maggiormente allineati i requisiti patrimoniali con gli effettivi livelli di rischio. In pratica si agisce: a) sul rischio di credito con la previsione di un nuovo approccio standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali e con limiti all'utilizzo dei modelli interni (*internal rating based-irb*); nonché b) sul rischio operativo, con un nuovo approccio standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali (vengono sostituiti quelli in essere compreso il metodo avanzato di misurazione, l'*advanced measurement approach-ama*). Inoltre, si introduce un «*output floor*», finalizzato a ridurre la variabilità nel calcolo delle attività ponderate per il rischio (*risk-weighted assets-rwa*), il quale pone un livello minimo di requisiti patrimoniali calcolato con l'approccio irb che a regime dovrà essere pari al 72,5% di quelli calcolati sulla base dei metodi standardizzati. Infine, con riferimento all'indicatore di leva finanziaria, si applica alle banche di rilevanza sistemica a livello globale, c.d. "g-sibs" (*Global systemically important banks*), un cuscinetto addizionale di capitale (*leverage ratio buffer requirement*), aggiuntivo alla misura del 3% già applicata a tutte le banche (*leverage ratio*). Il profilo da tener presente è che tale regolamentazione apre un sentiero specifico per le banche globali ed è in grado di fornire indicazioni anche sull'integrità patrimoniale dell'impresa bancaria articolata in gruppo, posto che l'accordo prevede l'applicazione dei requisiti anche su base consolidata.

Rispetto alla lotta al *tbt* i lavori si concentrano sulla presenza nei bilanci bancari di passività c.d. *bail-inable*, ovvero di una solida e sufficiente capacità di sopportazione delle perdite e di ricapitalizzazione, attraverso i requisiti *mrel/tlac*, acronimi – utilizzati anche più avanti – di *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* (pensato nel quadro della *Brrd*) e *total loss absorbing capacity* (poi adottata nel 2015 dal Fsb per le *g-sifis*).

(iii) La realizzazione di questa più solida unità funzionale (ormai una sorta di “ecosistema”) sul piano regolatorio per l’eurozona – sviluppatasi in parallelo alla creazione, attraverso la Cmu, di un mercato comune dei capitali, integrato e liquido – rende sempre più evidente come il legame tra Ub e Cmu avrebbe dato, al contempo, ulteriori ali al c.d. *investment-banking model* contrapposto al *traditional banking*⁵¹.

In effetti, la decisione britannica di uscire dall’Ue spinge l’ulteriore progetto di rinnovamento del quadro prudenziale e di vigilanza per le imprese d’investimento, attento al piano dimensionale, funzionale e della concorrenza. Nel novembre del 2019 giungerà così a maturazione anche il pacchetto *Ifr/Ifd* (*Investment firms, regulation e directive*)⁵² di cui, rispettivamente, al reg. UE 2019/2033, sui requisiti prudenziali, e alla dir. UE 2019/2034, sulla vigilanza prudenziale.

Il fatto che il *cod.banc.eu.*, in combinazione con la dir. 2004/39/UE (*mifid*), in vigore fino al 2 gennaio 2018, abbia costituito il quadro prudenziale di riferimento per le imprese di investimento – confermato anche dalla dir. 2014/65/UE e dal reg. UE n. 600/2014, c.d. pacchetto *mifid2/mifir* (*Markets in Financial Instruments Directive/Regulation*) –, e la circostanza che le disposizioni fossero maggiormente forgiate sulle esigenze delle banche hanno spinto verso una revisione del disposto normativo che tenesse presente sia le differenze tra i due intermediari, sotto il

⁵¹ Per approfondimenti si rinvia a BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea. Le revisioni del 2019-2020*, Milano, 2020, XX e *passim*.

⁵² Utilizzeremo anche nel seguito i suddetti acronimi.

profilo qualitativo e dei modelli imprenditoriali primari, sia le possibili sovrapposizioni nell'erogazione dei servizi. Il pacchetto lfr/lfd introduce un nuovo quadro prudenziale (per alcuni tratti comunque "gattopardesco") che, da un lato, apre la strada a una separazione tra banche e imprese d'investimento, dando più spessore al pilastro regolante queste ultime, ma, dall'altro lato, dà vigore alla (*rectius*, mostra nuovamente la) forza attrattiva della disciplina bancaria poiché mantiene/riconduce al suo interno le grandi imprese di investimento di rilevanza sistemica e di tipo bancario, definite *systemic and bank-like*, mentre solo quelle *not systemic or not interconnected* risultano assoggettate al nuovo regime maggiormente improntato al principio della proporzionalità⁵³.

(iv) Questo lungo «movimento legislativo»⁵⁴ a livello europeo va anche incontro all'esigenza di un potenziamento, nel quadro del Sevif, delle funzioni e del coordinamento nell'azione di vigilanza europea⁵⁵. Sempre nell'autunno del 2019 l'architettura istituzionale viene infatti migliorata con il reg. 2019/2175 che si interessa del livello microprudenziale proprio delle Aev-Autorità europee di vigilanza (Abe, Aesfem e Aeap), nonché con il reg. 2019/2176 orientato invece su quello macroprudenziale di competenza del Comitato europeo per il rischio sistemico. Rispetto all'esercizio dei poteri da parte delle Aev si segnala il richiamo al principio di proporzionalità – con riferimento a natura, scala e complessità dei rischi insiti nell'attività degli intermediari – nonché all'eliminazione degli arbitraggi regolamentari attraverso una vigilanza più uniforme ed efficace dei mercati dei servizi finanziari. Di particolare interesse è anche la dir. 2019/2177 che determina, fra l'altro, una più stretta connessione (sulla base di un approccio unificato) tra

⁵³ Ampiamente sul tema si rinvia BROZZETTI, *La riforma apprestata con l'Investment firms regulation e directive (lfd/lfr): prime osservazioni ruotanti intorno al nuovo assetto bipolare della regolazione europea e alla nuova definizione di "ente creditizio"*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2020, I, 391 ss., in part. 408 e *passim*

⁵⁴ La felice espressione è di CASSESE, *La nuova architettura finanziaria Europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, n. 75, marzo 2014, 15.

⁵⁵ Si v., fra gli altri, V. SANTORO, *Una nuova architettura europea di vigilanza finanziaria?*, in *Banca, impresa, società*, 2018, 193 ss.

vigilanza prudenziale e quella antiriciclaggio, riservando all'Abe un nuovo ruolo nell'ambito della prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, con il fine di meglio presidiarne i rischi e contrastarne il fenomeno. All'Abe si richiede anche un monitoraggio sugli ostacoli riferiti al consolidamento prudenziale.

Nell'insieme ciò che emerge è un riconoscimento in capo alle Aev di un lavoro strategico sul piano della convergenza delle prassi di vigilanza, funzionale all'affermazione di una cultura della vigilanza in seno all'Unione, candidando in tal guisa la stessa Ue a svolgere un ruolo sempre più attivo nelle sedi internazionali di formazione delle regole.

(v) La pandemia da Covid-19 rende evidente, da un lato, come le riforme introdotte abbiano irrobustito sul piano patrimoniale le banche, consentendo di svolgere quel ruolo di ingranaggio indispensabile per il sostegno all'economia attraverso il canale del credito, ma altresì, dall'altro lato, il problema della tenuta e della qualità delle regole. Una linea di azione congiunta fatta di interventi sia della *soft* che della *hard law* puntano così a valorizzare gli spazi di flessibilità consentita dalle regolazione nonché a rivedere alcuni dei vincoli esistenti al fine di aumentare la capacità operativa delle banche e delle autorità di vigilanza. Particolare interesse riveste lo strumento della *Comunicazione interpretativa* della Commissione riferita all'*applicazione dei quadri contabili e prudenziali per agevolare i prestiti bancari nell'UE*, dell'aprile 2020, seguita a giugno dal reg. UE 2020/873, posto a modifica del Crr1 e Crr2, al fine di introdurre i necessari adeguamenti per rispondere alla pandemia⁵⁶.

(vi) Il recepimento del *new banking package* avviato dal Governo ad inizio 2020 si formalizza, dopo un'integrazione nel processo attuativo anche del pacchetto IFR/IFD (dir. 2019/2034 / reg. 2019/2033), nella *Legge di delegazione europea 2019-*

⁵⁶ Fra i molti si v. BROZZETTI, CECCHINATO, MARTINO, *Supervisione bancaria e Covid-19*, in MALVAGNA, SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 165 ss. (ove ulteriori riferimenti).

2020, n. 53/2021, da cui sono scaturiti nel novembre 2021 i d.lgs.: (i) n. 182, recante attuazione della Crd5 (dir. 2019/878) e adeguamento al Crr2 (reg. 2019/876), il quale interviene sul Tub e sul Tuf, con riferimento agli assetti di gruppo e alla relativa vigilanza su base consolidata (profondamente revisionata, rispetto anche ai gruppi con sede in paesi terzi), alla remunerazione dei *manager*, alle misure e ai poteri di vigilanza (si introduce il potere di rimozione dei revisori, si incide sulla disciplina degli assetti proprietari, nonché sulla collaborazione tra autorità prudenziali e quelle antiriciclaggio), alle misure di conservazione del capitale e ai requisiti prudenziali (vengono specificati i poteri con riferimento ai fondi propri aggiuntivi di secondo pilastro); (ii) n. 193, attuativo della Brrd2 (dir. 2019/879) relativamente alla capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento, nonché di adeguamento al Srmr2 (reg. 2019/877) rispetto al profilo della risoluzione nel quadro del Mru e del Srf, il quale insiste pesantemente sul d.lgs. 180/2015 e apporta alcune modifiche, fra l'altro, al Tub al fine di meglio coordinarlo con l'assetto del Mru e del Mvu; (iii) n. 201, contenente le nuove disposizioni sulle imprese di investimento adeguate alle disposizioni del pacchetto lfd/lfr, con relative modifiche al Tuf e al Tub.

7.1. Rispetto all'assorbimento di questa nuova ondata di riforme va tenuto presente che l'ordinamento italiano aveva già assimilato l'impatto dei cambiamenti radicali indotti dal rinnovamento normativo seguito alla crisi finanziaria, già settato su una armonizzazione tendente al massimo, con limitati margini per discrezionalità nazionali, e su una supervisione fermamente ancorata sia alle linee guida comuni fissate dalle autorità di vigilanza europee, sia ai sistemi di vigilanza/risoluzione propri del Mvu/Mru. Pertanto, le novelle normative, orientate ad assorbire gli *standard* concordati nei consessi internazionali così come inglobati nel diritto dell'Ue, determinano nel complesso un ulteriore rafforzamento dell'assetto regolatorio a livello di istituti della vigilanza prudenziale, con riferimento ad ambito

e poteri di supervisione, nonché sul piano delle misure per il risanamento e la risoluzione di banche e imprese di investimento.

Merita particolare attenzione la scelta del legislatore italiano riguardo al recepimento del pacchetto lfd/lfr poiché ricorda una strada seguita in sede di attuazione – con la l. 39/2002 – delle direttive 2000/46/CE e 2000/28/CE collegate agli imel, le quali apportavano parimenti un ampliamento della nozione comunitaria di ente creditizio, ricomprendendovi, accanto alla tradizionale attività bancaria, l'emissione di moneta elettronica. All'epoca il legislatore italiano decise in modo lungimirante (alla luce della successiva evoluzione del diritto sulle attività e i servizi di pagamento) di non intaccare la definizione di banca presente nel Tub, dedicando agli imel (lo si è accennato) un apposito spazio nell'ambito dei soggetti operanti nel settore finanziario. La particolarità dell'intervento è che questa volta ha fatto premio la considerazione del profilo soggettivo, e l'opzione del d.lgs. 201/2021 è andata sul Tuf ove banche e sim godevano già di una disciplina "in condominio". Con la novella normativa: le società di intermediazione mobiliare sono state disarticolate in 2 categorie, quelle di "classe 1" (rientranti nella portata del Crr) e quelle di "classe 1-minus" (ricondotte nei requisiti fissati dall'lfr); conseguentemente si sono rimodulate le competenze della Banca d'Italia e della Consob, dando altresì rilievo al sistema di supervisione/risoluzione così come definito nel quadro del Mvu/Mru.

(i) Nella sostanza il Tub, che prima del *new banking package* aveva comunque raggiunto peso ragguardevole⁵⁷, subisce ridimensionamenti sul fronte della gestione delle crisi delle banche "significative" e più strette contaminazioni con la regolazione del Tuf, divenuta attrattiva per le sim assimilabili alle/trasformabili in banche d'investimento, realtà comunque assente nel nostro Paese e probabilmente per

⁵⁷ La versione aggiornata a gennaio 2021 arriva a 351 pagine, 3 in meno rispetto a quella del giugno 2019. Il confronto del numero delle pagine dei vari volumi pubblicati dalla Banca d'Italia nel tempo ci sembra interessante al fine di avere un'idea del carico regolatorio che incombe su intermediari e vigilanti. Si segnala che l'ultimo aggiornamento del TUB risale a dicembre 2021 e tiene conto della parte del pacchetto bancario e di quello IFR/IFD che ha impattato sul TUB, le cui pagine sono arrivate a 374, uno spessore limitato rispetto alla mole della riforma del 2019: qualche dettaglio in BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea*, ecc., cit., 26 s. e *passim*.

questo tenuta fuori dalla portata diretta del Tub.

In merito al rapporto tra diritto unionale e diritto nazionale, al di là della necessità di arginare l'effetto Brexit sul mercato unico – portante alla creazione di filiazioni extra-Ue assoggettate a processi di armonizzazione parziale con peso dominante delle legislazioni nazionali⁵⁸ –, viene in evidenza l'incremento di sensibilità da parte del legislatore europeo verso i rischi specifici degli intermediari sul piano della natura, delle dimensioni e della complessità delle attività svolte, rimodulando così anche la c.d. cultura del rischio. Gli obblighi – in termini di capitale, liquidità e, in genere, riferiti ai fondamentali aspetti prudenziali – e il corrispondente regime di vigilanza, iniziano infatti ad essere maggiormente settati sul modello imprenditoriale e di business, con dosato rigore nella risposta ai rischi per la stabilità dei mercati finanziari dell'Ue.

La riforma del 2019 oltre a riscrivere larga parte del contenuto del *single rulebook* ha avuto anche l'effetto di aumentare in modo considerevole i poteri dell'Abe rispetto alla definizione, mediante i *technical standard*, delle regole di applicazione comune per il mercato unico dell'Ue, con possibilità quindi di pareggiare ulteriormente il terreno da gioco per gli intermediari e, di conseguenza, la base di appoggio degli assi portanti dell'Ub.

Per gli ordinamenti nazionali che, come quello italiano, godono da sempre di un solido quadro regolatorio la possibilità di condividerne i punti di forza passa ormai sul piano della capacità persuasiva delle nostre autorità creditizie partecipanti in vario modo all'architettura di vigilanza finanziaria dell'Ue. In tal senso milita ad esempio la forgiatura delle regole europee sul controllo dei gruppi che gradualmente si stanno avvicinando al modello italiano⁵⁹. Ulteriori novità si intravedono all'orizzonte.

(ii) Nell'autunno 2021 la Commissione ha infatti presentato un pacchetto di disposizioni teso: (i) sia a modificare il cod.banc.eu., per cui si poneva la necessità di

⁵⁸ BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea*, ecc., cit., 56 ss.

⁵⁹ BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea*, ecc., cit., 129 ss. e 258.

completare l'attuazione degli *standard* finali di Basilea3 in punti particolarmente discussi – utilizzo dei modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali (dal quale sono scaturiti risultati molto diversi per rischi simili o identici con conseguenze, quindi, sulla solidità patrimoniale) e riequilibrio nel trattamento dei rischi tra quello di credito e quelli di mercato –, con maggiore attenzione al c.d. rischio di modello e al principio di proporzionalità delle norme, soprattutto per le banche di piccole dimensioni; (iii) sia a rafforzare gli strumenti di gestione delle crisi per le g-sifi.

La Commissione ha colto anche l'occasione per porre maggiormente in linea la regolazione bancaria con la svolta verso la "transizione verde" impressa negli ultimi anni dall'Ue (le tematiche *esg – environmental, social & governance* – aprono nuove ed interessanti sfide, ma anche rischi, per il mercato finanziario) ed ha altresì potenziato i poteri di vigilanza sul fronte della governance delle banche, della sorveglianza dei gruppi FinTech (lo scandalo Wirecard ha messo in evidenza la necessità di agire sui confini del consolidamento prudenziale) e delle succursali bancarie di conglomerati con sede in paesi terzi (il loro assoggettamento alla disciplina nazionale ha evidenziato rischi di arbitraggi regolamentari).

Un profilo interessante da segnalare riguarda altresì il rafforzamento dei poteri di supervisione sul piano degli assetti strutturali delle banche con riferimento ad operazioni di tipo straordinario – come ad es. fusioni o scissioni, strumento di vigilanza da sempre presente nella legge bancaria italiana –, da sottoporre a un vaglio preventivo alla luce dell'impatto sulla sana e prudente gestione nonché dei rischi di riciclaggio⁶⁰.

8. La lunga strada verso un *corpus* unico di regole per il mercato comune dell'Ue, arricchitosi per i paesi dell'eurozona (20 su 27, con il recente ingresso della

⁶⁰ Si v. ANGELINI, *La recente proposta della Commissione europea di modifica delle regole prudenziali per le banche: un quadro d'insieme e una prima valutazione*, Roma 19 gennaio 2022 (al link https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/Angelini_ABI_19_gennaio_2022.pdf).

Croazia) mediante il progetto dell'Unione bancaria – purtroppo ancora instabile per l'assenza del terzo pilastro portante costituito dall'assicurazione europea dei depositi –, denota diverse impostazioni riguardo alla velocità, condizionata dagli assetti istituzionali (l'accelerazione avuta sul finire degli anni Ottanta è merito sia dell'Aue sia del Trattato di Maastricht) ovvero da dissesti bancari particolarmente gravi (senza la scossa tellurica provocata dal fallimento di Lehman Brothers l'Europa non sarebbe arrivata all'odierno grado di integrazione). Mutamenti epocali nel rapporto tra Stati membri e Ue sono anche diretta conseguenza del processo sempre più spinto di globalizzazione dell'economia che porta ad un rafforzamento dell'architettura istituzionale internazionale (con la crisi del 2008 si crea una sorta di triangolo magico tra G20, Fsb e Cbvb), con significative ricadute della *soft law* sull'armonizzazione comunitaria. Le riforme attuate dall'Ue sulla scia della grande crisi risultano infatti conformi agli *standard* avallati in seno ai *meeting* del G20 al fine di incrementare stabilità e “resilienza” del sistema finanziario.

Nel nuovo millennio il cod.banc.eu. (Crd4/Crr), frutto di un inteso lavoro di armonizzazione delle legislazioni bancarie partito negli anni Settanta del secolo scorso, è mutato per la necessità di incorporare le regole, sempre più irrigidite dal Cbvb, sul fronte dell'assorbimento degli choc da parte delle banche, con incremento della qualità e quantità del capitale, dell'estensione della copertura dei rischi, del contenimento della leva finanziaria, del miglioramento della governance e della trasparenza verso il mercato. La Brrd mutua invece dal Fsb le coordinate di un quadro normativo sulla crisi di istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica, mediante adeguati strumenti a livello preventivo e risolutivo, guidato dall'imperativo di bandire il *tbtf* e il salvataggio bancario con denaro pubblico.

Sarà però l'emersione della crisi del debito sovrano che, unita agli avanzamenti dei lavori sulla realizzazione del “codice unico dei servizi finanziari”, farà da molla al salto storico dell'integrazione europea realizzato con la costruzione dell'Ub a sua volta base di lancio per la Cmu.

La pandemia ha costituito l'ulteriore evento esogeno che ha innescato enzimi di solidarietà e aperto a riflessioni sulla qualità del quadro regolamentare, facendo affiorare l'importanza di uno dei perni su cui si è retto il nostro ordinamento bancario: flessibilità ed elasticità dell'armamentario degli strumenti a disposizione delle autorità creditizie.

(i) Tra i problemi da sempre sul tappeto, oltre a quello dell'accresciuta complessità della regolazione di tipo prudenziale (testimoniata dallo stesso incremento del tessuto normativo: si pensi che la versione consolidata del *framework* di Basilea 3 raggiunge le 1626 pagine), v'è il fatto che la stessa venga predisposta dagli organismi internazionali in un'ottica prevalente di *one size fits all* e debba poi essere calata nell'articolato contesto dell'Ue, comunque contraddistinto da paesi con diversificate strutture e storie bancarie. Il punto è divenuto cruciale per l'Italia la cui "biodiversità" del sistema bancario è stata in larga parte eclissata con l'affermarsi di tale temperie regolatoria (si pensi alle riforme sulle banche popolari e su quelle di credito cooperativo). Costituisce quindi un passo in avanti il miglioramento dell'ambiente regolatorio alla luce del principio della proporzionalità, declinato con maggiore pragmatismo rispetto a profili quali la complessità, la dimensione, la struttura aziendale e la specificità degli intermediari.

Il profilo resta comunque problematico. Riguardo, ad esempio, al tema della soluzione delle crisi bancarie, la normativa risulta disegnata sulle banche di media-grande dimensione e il requisito della sussistenza di un interesse pubblico tra i presupposti oggettivi della risoluzione attrae nel raggio di azione del Srm circa 200 banche su un totale di 3000⁶¹. Le medio-piccole banche con modello imprenditoriale tradizionale, prevalente in Italia, pur contribuendo al Fondo di risoluzione non beneficiano dello stesso e sono lasciate alle procedure nazionali. Le ripercussioni di

⁶¹ Dati ripresi da DE ALDISIO, *An overview of the workshop*, in BANCA D'ITALIA, *The crisis management framework for banks in the EU. How can we deal with the crisis of small and medium-sized banks?*, Seminari e convegni/Workshops and Conferences, n. 24, May 2021, 7 (reperibile al link https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/collana-seminari-convegni/2021-0024/n-24_the_crisis_management_framework_for_banks_in_the_EU.pdf).

una crisi delle piccole banche non sono infatti ritenute pericolose per la stabilità sistemica: tanto si trae dal *considerando* n. 7 del reg.del. (UE) 2019/348 che integra la Brrd indicando i criteri valutativi dell'impatto di un dissesto sui mercati finanziari, su altri enti e sulle condizioni di finanziamento. La scelta è stata quella di non dare rilievo alla loro numericamente consistente presenza, ma è stato proprio il *crack* di "4 piccole banche" a mettere a dura prova il sistema italiano.

In buona sostanza, non si è dato rilievo alla "specialità" che continua a contraddistinguere la banca *tout court* in ragione della fiducia che corre sul filo della "merce" trattata e della connessa funzione monetaria⁶². L'esperienza ha dimostrato che le regole sulla concorrenza e il *diktat* sul "fallimento" di una banca sopportato *in primis* dagli azionisti e dai creditori della banca stessa, con uscita dal circolo vizioso tra rischio bancario e solidità degli Stati intervenuti nei salvataggi delle banche, abbiano mostrato il limite, dato che le scappatoie trovate tra le maglie delle norme hanno comunque permesso agli Stati di rimanere l'ultima spiaggia e per periodi non facilmente compatibili con la disciplina sugli aiuti di Stato (la vicenda Monte dei Paschi di Siena *docet*).

Sarebbe dunque auspicabile che l'omologazione del modello normativo di banca, portata avanti nell'Ue e ritenuta particolarmente necessaria nel contesto nell'Unione bancaria, risultasse temperata dal riconoscimento del valore della "diversificazione" e dell'importanza del legame tra banca e territorio di riferimento. Ciò anche in relazione con alcune delle sfide in corso.

(ii) Tra le ultime prospettive regolamentari in sede europea emerge un moto segnato dalla direzione impressa, anzitutto, dal – decisamente troppo – lungo viaggio impiegato per il completamento delle riforme messe in piedi dopo la gfc, volte quindi ad incrementare i presidi a tutela della stabilità sistemica. L'orizzonte non risulta tuttavia ben schiarito, per la presenza di molte nubi (la cui

⁶² Su questi aspetti si v. per tutti BELLI, *Legislazione bancaria italiana (1861-2010)*, cit., in part. cap. I: su tale scia v. anche BROZZETTI, *Considerazioni (sparse) su banche e attività bancaria*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2016, I, 261 ss., in part. 167 ss.; EAD., *La legislazione bancaria europea*, ecc., cit., 284 ss.

trasformazione in eventi disastrosi è purtroppo probabile), e appare anche lontano.

Permangono infatti le tare del sistema finanziario pre-crisi, come a dire che l'“elefante” è rimasto nella stanza dei regolatori multilivello, la cui sfida di preconstituire i supporti forniti da passività c.d. *bail-inable* resta del tutto aperta e proiettata sul futuro: tant'è che per la piena operatività dell'Accordo di Basilea 3 (con la sua finalizzazione del 2017), tra la previsione di periodi transitori e l'introduzione a seguito della pandemia di norme temporanee, si supera addirittura il decennio in corso. Con riferimento invece ai virus che hanno generato la crisi del 2008 la preoccupazione è che si siano spostati in altri settori come ad es. quello delle controparti centrali (c.d. *CCP-central counterparty clearing house*), dei fondi monetari e d'investimento (dove è confluito il risparmio tradizionalmente bancario); che essi sopravvivano grazie alla via della *securitisation*, macchina rivelatasi infernale per creare castelli di carta, e che permangano nel campo della intermediazione finanziaria non bancaria «nascosta» (lo *shadow system*, anche alimentato dal nuovo mondo FinTech), difficilmente raggiungibile dalla regolazione. La realtà mostra inoltre come il nuovo quadro normativo non abbia intaccato il gigantismo dei colossi finanziari, che peraltro si nutre della spinta regolamentare e dei progetti di concentrazione successivamente realizzati e in corso, come le riforme messe in campo siano contraddistinte da tempi incerti nella realizzazione (scontato il richiamo al terzo pilastro dell'Unione bancaria) e/o lunghi nell'attuazione. Oltre alle accennate fasi temporali previste dall'accordo di Basilea 3, colpiscono ad esempio le difficoltà nel recepimento a livello Ue della parte finale aggiunta nel 2017 a quell'Accordo, che registra lo scontro tra le posizioni più o meno *soft* di diversi Paesi. Il legislatore europeo ha già messo in moto l'*iter* normativo, ma la fase resta comunque quella dello *stand by* per il braccio di ferro tra Stati con ordinamenti improntati sul paradigma della banca d'investimento, come la Francia, i quali spingono per un rinvio delle nuove regole – che riducono il “rischio modello” e introducono correttivi allo squilibrio presente tra i requisiti sul rischio di credito e

quelli sui rischi di mercato – e la Bce che invece ne caldeggia un rapido recepimento. Considerato poi che nei piani dei consessi internazionali la lotta al *tbt* poggia sul prerequisito dell'esistenza nei bilanci bancari di una solida e sufficiente capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione, va ribadito che i requisiti *mrel/tlac*, presentati come elementi dirimenti per risolvere i problemi emersi con il *bail-in*, necessitano di trovare sul mercato investitori (anche al dettaglio) disposti a sopportare il costo di un dissesto bancario.

(iii) Il moto del rinnovamento normativo è segnato altresì dalle esigenze innescate sia con la transizione verde europea, che proietta verso uno sviluppo sostenibile e un'economia circolare, sia con la trasformazione digitale, artefice di continue innovazioni per il mercato finanziario e di una vera rivoluzione per il sistema dei pagamenti, da tempo sottratto all'appannaggio esclusivo delle banche. Aspetti su cui sono prefigurabili importanti cambiamenti.

Va infatti dato atto all'Europa di essere riuscita ad imprimere, ancor prima dell'esplosione della pandemia da Covid-19 – che ha messo in evidenza l'impossibilità di salvarsi da soli e la crisi delle catene globali di approvvigionamento –, la possibilità di un salto qualitativo di rilievo ad un movimento verso la sostenibilità di un'economia sempre più proiettata su scala mondiale, arricchitosi nel tempo di un numero esponenziale di interventi su tutti i piani (dal culturale al religioso) e ad ogni livello (mondiale, europeo e nazionale), tramite la prospettiva di concrete iniziative per un futuro e una finanza davvero sostenibili. A tale riguardo si è andato delineando un punto di svolta in quanto dal connotato "verde" in sé – comprendente sia il c.d. *green financing* (finanziamenti coinvolgenti aspetti climatici ed ambientali) sia la c.d. *greening finance* (a livello di gestione dei rischi finanziari legati ad ambiente e clima) – si passa alla fisionomia della "sostenibilità", che ne amplia la portata ricomprendendovi questioni e rischi riferiti altresì ai profili sociali e di *governance*, in un'ottica anche di lungo periodo. Ai "piani di azione" dell'Ue dell'ultimo lustro sul fronte del *Green deal* sono infatti seguiti pacchetti normativi –

volti a stabilire i presupposti per una crescita economica di rottura rispetto a schemi e logiche del passato – i quali incanalano il sistema finanziario in un sentiero delimitato dai pilastri: sulla trasparenza, con obblighi e adempimenti informativi sui partecipati ai mercati finanziari (reg. UE 2019/2088, c.d. *Discosure*); su un sistema di classificazione e certificazione unificato a livello Ue per prodotti e servizi considerati sostenibili (reg. UE 2020/853, c.d. *Taxonomy regulation*); e su strumenti *ad hoc* (al momento indici per investimenti a basso impatto di carbonio, di cui al reg. UE 2019/2089, e obbligazioni verdi con marchio Ue, il cui regolamento è ancora in fase di proposta). In tale cornice risultano aumentate le competenze delle Aev mentre, a livello di intermediari, si delineano mutamenti sul fronte del *business* (sono state infatti integrate le normative settoriali, con interventi sulla consulenza, sui “doveri fiduciari”, sul trattamento prudenziale dei rischi indotti dai cambiamenti climatici) e del ruolo, in quanto la finanza viene considerata alla stregua di cinghia di trasmissione dei fattori esg⁶³. La stessa costruzione della Cmu vede nel finanziamento della transizione verde uno dei perni del mercato unificato dei capitali e, considerato anche il boom registrato dalle obbligazioni “sociali, green e sostenibili” (con incrementi esponenziali dopo la pandemia), l’ambizione del legislatore europeo è anche quella di porre rimedio all’“ecologismo di facciata” (c.d. *green washing*) che mina l’integrità del mercato. Le banche nella loro veste multiforme – che le attira nel ruolo di finanziatori, ma altresì di emittenti e intermediari nel mercato dei capitali – assumono un ruolo da protagoniste in tale scenario, foriero comunque di notevoli rischi legati ai cambiamenti climatici e ambientali, tanto da far paventare l’arrivo di un “cigno verde”.

Le banche rientrano appieno anche dentro l’altra traiettoria che segna sviluppi e cambiamenti nella disciplina del mercato finanziario per l’impatto della digitalizzazione e del c.d. *IoT (Internet of Things)* che, con la sua connettività diffusa,

⁶³ Per approfondimenti si rinvia a BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2022, I, 411 ss., ove diffusi riferimenti.

sta trasformando la prestazione di servizi finanziari. Ai pagamenti digitali e ai servizi di *remote banking* si sono aggiunti nuovi modelli di banche FinTech⁶⁴. La regolazione è pertanto chiamata a includere: i nuovi attori provenienti dal mondo del FinTech e del BigTech; i nuovi *asset* come le cripto-attività sviluppatesi intorno alla *blockchain*; le infrastrutture di mercato decentralizzate affermatesi al di fuori dei collaudati sistemi di regolamento; e, più in generale, l'innovazione tecnologica/digitale con i rischi ad essa connessi. In parallelo, all'Ue spetta il compito di cogliere i risultati di tale processo sul piano economico, relativamente a produttività e crescita, e su quello strategico: acquisire autonomia sulla frontiera tecnologica può infatti dare spessore al progetto europeo, impattando la stessa sulla sfera monetaria, finanziaria e dei pagamenti.

Le esigenze connesse alla duplice transizione verde e digitale, la quale sta definendo nuovi confini per la regolazione e il progetto di integrazione europea, si intersecano anche con la realizzazione della Cmu⁶⁵. Con i *Digital service e market Act* (c.d. dsa e dma), prospettati nel 2021 e relativi, rispettivamente, a un nuovo impianto regolatorio riferito alle responsabilità delle piattaforme *online* nonché alle pratiche anticoncorrenziali dei colossi digitali, l'Ue sta provando anche a realizzare nuovi strumenti per tutelare la libera scelta dei consumatori ma anche l'effettiva competizione tra imprese.

(iv) Il principio, caro all'industria bancaria, che alle stesse attività e agli stessi rischi vengano applicate le medesime regole, si scontra tuttavia con un impianto normativo che, oltre ad essere il portato di interventi affastellati nel tempo in risposta spesso ad eventi contingenti, e a rischio quindi di *learning by doing*, si connota per aver toccato non desiderabili vette per dimensioni e grado di

⁶⁴ Si v. BROZZETTI, *La nuova tipologia di banca FinTeh nelle "guide" della BCE in tema di rilascio dell'autorizzazione*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*², vol. 2, Torino, 2019, 71 ss.

⁶⁵ Per i profili evolutivi si v. BROZZETTI, *La transizione verso la Capital markets union (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 2022, II, 20 ss.

minuziosità, nonché per essere in uno stato permanente di “lavori in corso”⁶⁶.

In buona sostanza, esiste un problema di “stabilità” dell’ordinamento bancario⁶⁷ che, a ormai più di un decennio dalla gfc, non riesce ancora a dare risposte convincenti a problemi e rischi inerenti all’intermediazione finanziaria, generando esso stesso difficoltà per i soggetti vigilati di stare al passo con il carico regolatorio, a dir poco monumentale, e con la conformità allo stesso.

(v) Per concludere, possiamo notare come il secondo decennio di questo nuovo millennio risulti scandito da tappe di un percorso la cui dirittura di arrivo rimane condizionata da fattori esterni e aperta a scenari che difficilmente potranno prescindere da rafforzamenti sempre più marcati dell’integrazione europea a scapito delle sovranità nazionali.

I contesti geopolitici ed economici mondiali sono alle prese con eventi preoccupanti (la terribile guerra in corso nell’Est europeo, la recrudescenza del Covid-19 in Cina, gli aumenti dei costi delle materie prime con lo spettro delle crisi alimentari possibili detonatori di altri conflitti, le interruzioni nelle catene di valore, e via andare) i quali stanno minando le dinamiche dell’economia globalizzata, facendo emergere rischi sulla stabilità finanziaria sistemica e interrogativi sull’ordine economico che seguirà alla pace.

Lo spostamento deciso e marcato della formazione delle regole a livello sopranazionale chiama in causa il ruolo degli organismi a ciò deputati nonché i relativi rapporti di forza con le giurisdizioni nazionali ed i profili di collaborazione tra autorità e supervisor. In questa nuova pagina per la storia di questo secolo torna così alla ribalta la domanda: *Quo vadis Europa?*, affacciatasi con l’emergere dei populismi innescati in corrispondenza della Brexit poi seguita dall’elezione di Trump

⁶⁶ Di recente si v. LAMANDINI, F. PELLEGRINI, *Il completamento dell’Unione Bancaria e le prospettive di ulteriori riforme*, in SANTORO, CHITI (a cura di), *Il diritto bancario europeo*, cit., 297 ss.

⁶⁷ Interessanti sul punto le notazioni di MORBIDELLI, *Riflessioni sparse* e di SCIARRONE ALIBRANDI, *L’ordinamento bancario alla ricerca di un assetto stabile: obiettivo raggiungibile o fantastica chimera?* Entrambi in BROZZETTI (a cura di), *L’ordinamento bancario europeo, ecc.*, cit., rispettivamente 7 ss. e 21 ss.

che con il suo motto *American first* metteva anche in crisi l'opera di condivisione nei *fora* internazionali dei "produttori di regole" richiesta da un mercato sempre più globalizzato. Allora l'Europa riusciva a reagire con interventi che hanno arginato derive e potenziato l'integrazione⁶⁸. Appare quindi chiaro come anche oggi si rendano necessarie risposte comuni per gestire le sfide poste dall'instabilità geopolitica indotta dalla guerra in Ucraina, dalla ripresa dell'inflazione, da nuove politiche monetarie, dalla transizione digitale e *green*.

Alle banche, da sempre protagoniste nel sostegno all'economia reale, e al sistema finanziario nel suo complesso, verranno richieste rinnovate capacità sia per la gestione dei rischi sia per poter determinare consapevoli scelte organizzative e strategie di sviluppo.

Sul fronte istituzionale, invece, una delle risposte più convincenti (ripresa ad inizio maggio 2022 anche da Draghi davanti alla plenaria del Parlamento europeo) coinvolge il pragmatismo per l'assunzione delle decisioni – si pensi, oltre che alla gestione degli effetti della pandemia, alla creazione di una difesa comune nonché alle questioni delle fonti energetiche e dei cambiamenti climatici – il quale milita verso il necessario superamento del principio dell'unanimità contenuto nei trattati. Su tale piano, lo si è visto in queste pagine, la stessa evoluzione del diritto bancario denota un precedente virtuoso.

Antonella Brozzetti

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

⁶⁸Si rinvia a BROZZETTI, *La legislazione bancaria europea*, ecc., cit., 259 ss.

ACQUISTI DI PARTECIPAZIONI NEL SETTORE FINANZIARIO TRA DISCIPLINA EUROPEA E REGOLAMENTAZIONE INTERNA*

*(Shareholding acquisitions in the financial sector between
European and domestic regulation)*

ABSTRACT: *Legislative Decree No. 182 of 2021 brought about a vast reorganisation of the primary regulation on shareholdings in banks and other financial intermediaries. The materiality of the modifications occurred to the previous regime justifies the need to reconsider the evolution of the European regulatory framework on this matter, as well as the genesis of some of the general concepts with the greatest relevance for the new set-up, such as the multiplication criterion for the identification of indirect shareholdings and the acting in concert.*

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. L'evoluzione della normativa europea in materia di valutazioni prudenziali di acquisizioni e incrementi partecipativi nel settore finanziario – 3. Gli interventi di soft law: gli orientamenti del 2008. – 4. Le Joint Guidelines del 2016: questioni di impianto. – 5. (segue): sulla precisazione del concetto di acquisizione indiretta. – 6. (segue): sul concetto di acquisto di concerto. – 7. Su alcuni temi applicativi, in relazione al rapporto tra Joint Guidelines e Disposizioni (con particolare riferimento al settore bancario).

1. Il decreto legislativo n. 182 del 2021 – oltre che volto a dare attuazione alla CRD V (la direttiva (UE) 2019/878) e adeguare la fonte nazionale alle disposizioni contenute nel CRR II (il Regolamento (UE) 2019/876) – ha proceduto ad una vasta riorganizzazione della normativa primaria in materia di assetti proprietari di banche ed altri intermediari finanziari.

E ciò in sostanziale adesione alle previsioni di delega che chiedevano sul punto al Governo di modificare TUB e TUF per “assicurarne la conformità agli orientamenti delle Autorità di vigilanza europee in materia e, in particolare, alle

*Contributo approvato dai revisori.

previsioni riguardanti l'individuazione delle partecipazioni rilevanti acquisite in via indiretta e tramite patti parasociali"¹.

L'intervento che ne è derivato – così come integrato in sede secondaria dalle Disposizioni della Banca d'Italia del luglio 2022² – ha profondamente innovato la disciplina in parola. Particolarmente significative risultano le implicazioni discendenti dal recepimento del criterio del moltiplicatore per la identificazione delle partecipazioni indirette, così come quelle derivanti dalla riconfigurazione dell'ipotesi dell'azione di concerto e dell'acquisto involontario, nonché dall'emersione della influenza notevole.

Di qui la considerazione, già espressa³, in base alla quale più che di un ammodernamento disciplinare, si sia di fonte ad un *cambio di paradigma* nella logica di controllo degli assetti proprietari in campo finanziario. E ciò nella misura in cui lo spettro delle situazioni soggette a scrutinio da parte delle autorità competenti nei diversi settori finanziari finisce per ricomprendere casi nei quali il possesso partecipativo non consegue ad effettive decisioni di acquisizione né è preordinato a garantire all'acquirente un effettivo strumento di influenza sulla gestione dell'intermediario partecipato.

La rilevanza degli interventi in parola sul tessuto applicativo domestico e i possibili impatti che potranno derivarne sulle modalità di conseguimento di

¹ Vedi l'art. 10, comma 1, lett. g, della legge di delegazione europea 2019-2020, n. 53 del 2021. Gli orientamenti delle Autorità di vigilanza europee cui la disposizione si riferisce sono le *Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, emanate da EBA, ESMA ed EIOPA nel dicembre 2016 (d'ora innanzi, le "*Joint Guidelines*").

Come segnalato nella Relazione governativa al disegno di legge per la delega al Governo "pur non trattandosi di attuazione di alcuna disposizione della direttiva (UE) 2019/878, la materia dell'acquisizione di partecipazioni rilevanti è disciplinata dalla direttiva 2013/36/UE (articoli 22 ss.) e l'adeguamento alle menzionate linee guida assicura la corretta applicazione di questa" (cfr. Senato della Repubblica, XVIII legislatura, A.S. n. 1712, febbraio 2020, p. 14).

² Vedi Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari*, luglio 2022, adottato ai sensi dell'art. 19, comma 9 (d'ora innanzi, le "Disposizioni").

³ Si consenta il rinvio al mio *Soggettività finanziaria e forme di aggregazione*, su questa *Rivista*, Suppl. 1 al n. 1/2022, p. 101 ss..

incrementi nei possessi azionari degli intermediari giustifica l'esigenza di riconsiderare (prima ancora di affrontare l'analisi compiuta del nuovo impianto regolamentare) l'evoluzione del quadro regolatorio europeo in materia, nonché la genesi e le modalità di emersione di taluni degli istituti a maggiore rilevanza per il nuovo assetto, quale ad esempio il criterio del moltiplicatore. E ciò proprio in considerazione della indicazione di delega, che – come detto – espressamente rinviano alle misure disciplinari adottate da parte delle Autorità europee di vigilanza.

In questa logica si muove lo sviluppo successivo del presente scritto, cui va anteposta un'ultima notazione. L'evoluzione regolamentare è in costante cammino, in modo *alluvionale*, come si diceva sul finire del secolo scorso⁴ non immaginando quanto più copiosa ancora sarebbe stata negli anni successivi la produzione multilivello che interessa il campo finanziario.

E' dell'ultimo scorcio del 2021, infatti, la proposta di CRD VI che, nel campo bancario e in chiave di avanzamento dei poteri di supervisione assegnati alle autorità settoriali, prevede l'introduzione di un regime autorizzatorio, mitigato dal principio di proporzionalità, in tema di partecipazioni detenibili dalle banche⁵ (tema questo che a livello di disciplina domestica già trova, per vero, propria puntuale regolazione tra gli strumenti della vigilanza regolamentare)⁶. La nuova disciplina in via di formazione coglie anche, specie nella logica *cross border* e nel raccordo tra paesi della zona euro e altri paesi dell'Unione, il nesso tra disciplina degli assetti proprietari delle banche e disciplina delle partecipazioni detenibili dalle stesse, distinguendo finalità e logiche di intervento, oltre che interazioni e coordinamento

⁴ Minervini, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, 1/01, p. 5.

⁵ Cfr. Commissione Europea, *Proposta di Direttiva (UE) che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la direttiva 2014/59/UE*, COM(2021) 663 final, del 27 ottobre 2021.

⁶ E vedi, infatti, l'art. 53, comma 1, lett. c, TUB.

tra i diversi ambiti nei casi in cui un ente creditizio intenda acquisire partecipazione in altro ente creditizio ed i due soggetti facciano capo a due diverse autorità di vigilanza⁷.

2. L'odierno quadro normativo europeo in materia di assetti proprietari nel settore finanziario presenta un impianto sostanzialmente omogeneo, sia nelle fonti di rango normativo che negli strumenti di soft law.

Ciò rappresenta l'esito di un articolato percorso storico.

Come è noto, la regolazione europea procede per *silos* normativi relativi ai diversi ambiti nei quali è possibile articolare il campo finanziario: quello bancario, dei servizi di investimento, del mondo assicurativo, della gestione collettiva del risparmio, dei servizi di pagamento.

Diverso è il momento nel quale sono state adottate nel tempo le prime discipline di ciascun ambito, ma in ognuno di tali interventi abbiamo l'indicazione anche di regole concernenti gli assetti proprietari.

Nella logica europea, la regolazione degli assetti proprietari è a presidio di due obiettivi di fondo: per un verso, quello di preservare la gestione dei soggetti regolati dalle influenze di una proprietà che possa, per appunto, incidere sul perseguimento degli obiettivi di sana gestione, per come questa espressione può essere declinata nelle diverse logiche settoriali, per un altro quello di eliminare o ridurre le barriere all'ingresso nel mercato.

I principi unionali della competitività nel mercato interno e della libera circolazione di servizi e capitali compongono il quadro concettuale di riferimento nel quale si collocano le disposizioni in materia nei diversi ambiti considerati.

Già le prime regolamentazioni europee mostrano una sostanziale condivisione dei principi di fondo, reciprocamente mutuati, presentando solo

⁷ Vedi, su questi aspetti, Capriglione, *Prime riflessioni sulla nuova disciplina degli assetti proprietari delle banche*, in RTDE, n. 4/2022, p. 373 ss.

limitate distinzioni contenutistiche⁸; non sono contemplate specifiche definizioni relative a snodi pur rilevanti delle previsioni introdotte; gli ambiti procedurali rimangono in ombra, affidati come si ritiene al tempo alla puntualizzazione in ambito domestico.

La disciplina interna di recepimento è progressivamente confluita nel TUB, nel TUF e nel CAP.

Il 2007 è un anno di svolta. E' adottata una nuova direttiva – la numero 44 – che, per la prima volta, trasversalmente taglia i diversi settori armonizzati del campo finanziario, mirando a realizzare la massima convergenza possibile in relazione alla materia in esame, e questo nel perseguimento degli obiettivi del libero accesso al mercato in tutta l'Unione e in tutte le tipologie di imprese nelle quali possa esplicarsi l'*agere* finanziario⁹.

La direttiva 44 regola i profili procedurali; è introdotto il concetto di acquisto di concerto e precisata la configurazione del candidato acquirente. Sono inoltre identificati cinque specifici criteri sulla cui base valutare i progetti di acquisizione da parte dell'autorità di settore¹⁰.

La omogeneizzazione è intra-settoriale e inter-settoriale. Intra-settoriale giacché settore per settore si era registrata un'asimmetria nelle modalità e nelle

⁸ Il riferimento è, in campo bancario, alla direttiva 89/646/CEE, art. 11; in campo assicurativo alle direttive 92/49/CEE, art. 15, per il ramo danni e 2002/83/CE, art. 15, per i rami vita; nell'ambito dei servizi di investimento alla direttiva 93/22/CEE, art. 9.

⁹ Vedi Direttiva 2007/44/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 settembre 2007, che modifica la direttiva 92/49/CEE del Consiglio e le direttive 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE e 2006/48/CE per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario (d'ora innanzi, la "direttiva 44").

¹⁰ Si tratta de: (i) la reputazione del candidato acquirente; (ii) l'onorabilità, correttezza, professionalità e competenza di coloro che, a seguito dell'acquisizione, svolgeranno funzioni di amministrazione e direzione nell'intermediario; (iii) la solidità finanziaria del potenziale acquirente; (iv) la capacità dell'intermediario di rispettare, a seguito dell'acquisizione, le disposizioni che ne regolano l'attività, ivi inclusa l'idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza; (v) la mancanza di un fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa ad operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo.

Vedi, in letteratura, Lackhoff, *Single Supervisory Mechanism. European Banking Supervision by the SSM*, Beck-Hart-Nomos, 2017, p. 171 ss.

tipologie di valutazione con le quali le autorità competenti nazionali esercitavano le proprie prerogative. E' inter-settoriale giacché tra settori distinti si enfatizzava ulteriormente la differenza dei criteri di valutazione utilizzati nei singoli comparti.

La profonda interconnessione che a quel tempo già esisteva tra i diversi ambiti del campo finanziario rendeva progressivamente meno giustificabile il permanere di distinzioni rilevanti nelle modalità con le quali medesime tematiche venivano declinate nei diversi settori. E' evidente che resistevano delle ragioni che avrebbero potuto ancora giustificare delle distinzioni: il campo bancario è a presidio di interessi generali - si pensi alle implicazioni del raccordo moneta-credito - che non sono omogenei a quelli che tipicamente emergono, ad esempio, nel campo dei servizi di investimento. E tuttavia tali ragioni non sopravanzavano la considerazione del beneficio collettivo derivante da una omogeneizzazione disciplinare.

Si procede dunque ad uniformare i criteri di *assessment*, che vengono declinati e specificati, e a puntualizzare tempistiche e procedure con le quali debbono essere eseguite le valutazioni da parte delle autorità di settore.

Il tutto in una logica nella quale si voleva consentire agli operatori di mercato di avere piena parità di trattamento nell'ambito di tutte le giurisdizioni e di tutti i settori nei quali avessero voluto investire e operare.

Trova origine nella direttiva in parola anche la prescrizione in base alla quale l'autorità competente, in presenza di due istanze di autorizzazione relative al medesimo intermediario, deve operare in modo non discriminatorio, sotto il profilo *anche* delle tempistiche di istruttoria. Per chi in maniera più risalente si è occupato di queste tematiche, è chiara l'eco di fatti della cronaca finanziaria domestica degli anni 2005-2006 che hanno riguardato alcuni procedimenti di autorizzazione su banche nazionali da parte di operatori esteri e nazionali¹¹.

¹¹ Vedi, sul punto, European Commission, *Commission staff working document accompanying document to the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 92/49/EEC and Directives 2002/83/EC, 2004/39/EC, 2005/68/EC and*

In recepimento della direttiva 44 le legislazioni nazionali – e, per quanto qui rileva, quella domestica – hanno adeguato il proprio corpo disciplinare incorporando gli elementi discendenti dalla fonte unionale.

Le direttive europee che si sono susseguite nel corso degli anni nei diversi comparti del settore finanziario – e che, volendo procedere per salti, oggi si compendiano, per quanto concerne il campo bancario, nella CRD IV, per quello dei servizi di investimento nella Midif II¹², per quello assicurativo nella Solvency 2, oltre che in direttive più settoriali quali la PSD 2¹³ e la EMD 2 – contengono ciascuna la declinazione della disciplina con fonti pressoché omogenee, atteso il già richiamato regime di massima armonizzazione introdotto dalla direttiva del 2007.

3. La direttiva 44 non ha previsto al tempo espresse indicazioni in merito alla specificazione ulteriore dei contenuti di una disciplina che voleva essere di massima armonizzazione e volta alla omogenizzazione in tutti gli Stati membri delle modalità di applicazione del regime di controllo degli assetti proprietari. La circostanza che il dettato normativo non contemplasse profili di dettaglio anche su aspetti di rilievo, come quello della identificazione delle fattispecie rilevanti, ha reso sin da subito necessario ricorrere a strumenti di *soft law* che assolvessero a questo scopo.

Di qui la adozione, nel 2008, di prime linee guida in tema di valutazione prudenziale degli acquisti ed incrementi partecipativi, ad opera dei tre comitati cd.

2006/48/EC as regards procedural rules and evaluation criteria for the prudential assessment of acquisitions and increase of shareholdings in the financial sector - Impact assessment (COM(2006) 507 final), nt. 16.

¹² In forza dei rinvii alla MiFID II contenuti nella direttiva 2009/65/CE, la disciplina europea in materia di acquisti di partecipazioni qualificate si applica anche alle società di gestione del risparmio: vedi, così, Banca d'Italia, *Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di Informazioni e documenti da trasmettere alla Banca d'Italia nell'istanza di autorizzazione all'acquisto di una partecipazione qualificata*, ottobre 2021, p. 2.

¹³ Cfr., Corvese, *Title II "Payment service providers". Chapter 1 "Payment institutions", Section 1 "General Rules" (arts 5-18), Section 2 "Other requirements" (Arts 19-21)*, in Aa.Vv., *The Payment Services Directive II. A commentary*, edited by Gimigliano and Bozina Beros, Edward Elgar Publishing, 2021, p. 38 ss.

di terzo livello – poi soppiantati dalle tre Autorità europee (EBA, ESMA ed EIOPA) – previsti al tempo dalla procedura Lamfalussy, e segnatamente CEBS, CESR e CEIOPS (anche “Linee Guida 3L3”)¹⁴.

Le linee guida del 2008 si concentrano principalmente sull’obiettivo di creare una uniforme modalità per applicare i criteri di valutazione fissati dalla direttiva 44, oltre che precisare maggiormente le modalità operative attraverso cui realizzare la cooperazione tra le diverse autorità nazionali competenti interessate nel caso di progetti di acquisizione cross border.

Molto minore – ma non assente – il contributo offerto a proposito dei profili sostanziali della disciplina revisionata dalla direttiva del 2007: il *glossario* allegato alle richiamate linee guida compendia alcune iniziali indicazioni di dettaglio su specifiche nozioni della disciplina di riferimento. E così, quanto al concetto di *acting in concert*, ci si limita ad indicare come rilevante la decisione assunta da più persone di esercitare i diritti discendenti dalle partecipazioni acquisite sulla base di un accordo espresso o implicito tra le stesse. A proposito della *significant influence*, si considera come elemento qualificante la possibilità di nominare un componente del *board*. Per quanto, infine, attiene al *superamento involontario di soglia* le indicazioni che si traggono sono di maggiore interesse, specie se misurate in una chiave di evoluzione disciplinare sul punto. E ciò in quanto, al tempo, venivano individuate quali (esclusive) ipotesi rilevanti di tale fenomeno l’acquisto di azioni proprie e l’aumento di capitale al quale alcuni azionisti non avessero preso parte (incrementandosi per l’effetto le partecipazioni dei rimanenti azionisti).

Tali linee guida assolvono solo parzialmente all’obiettivo che si prefiggevano. Per un verso, infatti, si tratta di fonti non vincolanti ma che si limitano a *proporre orientamenti comuni* nella fase attuativa della disciplina europea rimessa alla fonte

¹⁴ Cfr. CESR CEBS CEIOPS, *Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC* (CEBS/2008/214 CEIOPS-3L3-19/08 CESR/08-543b).

domestica. Sotto altro versante, anche in considerazione della novità della materia, le precisazioni non aggiungono molto rispetto al dato normativo contenuto nella direttiva.

Cionondimeno la loro rilevanza attuale non deve essere diminuita; trattandosi di uno strumento vigente sino al 2017, viene in considerazione in tutte le vicende attinenti assetti proprietari di intermediari vigilati che hanno poi avuto strascichi giudiziari negli anni successivi: si veda ad esempio la sentenza del Tribunale dell'Unione del maggio 2022, nel caso Fininvest e altri contro BCE, nella quale uno dei motivi oggetto di analisi ha riguardato proprio l'opponibilità ai reclamanti degli orientamenti comuni del 2008¹⁵.

4. Nel 2016 – con entrata in vigore nel 2017 – sono adottate dalle Autorità di vigilanza europee costituite nel frattempo nuove Joint Guidelines sulla valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi partecipativi nel settore finanziario.

E' bene sottolineare che si tratta di uno strumento sostanzialmente differente sul piano dello *status* regolamentare rispetto alle Linee Guida 3L3.

In termini generali, gli orientamenti comuni delle Autorità di vigilanza europee, adottati ai sensi dell'art. 16 dei rispettivi regolamenti istitutivi, presentano la posizione di queste ultime in merito alle prassi di vigilanza adeguate all'interno del SEVIF o alle modalità di applicazione del diritto dell'Unione in un particolare settore.

Come anche ribadito di recente dalla Corte di giustizia (con riferimento

¹⁵ Tribunale UE dell'11 maggio 2022 nella causa T-913/16 Fininvest e altri contro BCE (in GUCE, 11 luglio 2022, C 266), punti 151 ss.: vedi, per un primo commento, Annunziata, *Qualifying shareholders and the fit and proper assessment. A new chapter in Fininvest-B. v. ECB (CASE T-913/16 – Decision of the General Court)*, in *Le Società*, n. 7/2022, p. 827 ss., e Spolidoro, *"Mediolani mira omnia". Fusioni e acquisizioni di partecipazioni rilevanti in enti creditizi*, *ivi*, p. 830 ss.

all'EBA, ma con principio estendibile a tutte le ESAs)¹⁶, il legislatore europeo, nell'autorizzare le ESAs ad adottare orientamenti ha inteso conferire poteri di stimolo e di persuasione distinti dal potere di adottare atti dotati di forza vincolante¹⁷. Cionondimeno le autorità nazionali competenti interessate sono tenute ad essere conformi agli orientamenti, facendo ogni sforzo per integrarli opportunamente nelle rispettive prassi di vigilanza (per esempio modificando il proprio quadro giuridico o le proprie procedure di vigilanza). E ciò anche quando gli orientamenti comuni sono diretti principalmente agli istituti finanziari.

A livello nazionale, la normativa di riferimento prevede espressamente che Banca d'Italia, Consob ed Ivass nell'esercizio dei loro poteri si conformino alle linee guida adottate dalle Autorità europee¹⁸.

Venendo all'esame delle Joint Guidelines in oggetto, queste indicano di essere destinate esclusivamente alle autorità nazionali competenti e non anche agli enti finanziari, dal momento che contemplano solo metodologie per lo svolgimento delle attività di controllo prudenziale sugli acquisti di partecipazioni rilevanti¹⁹.

Tale affermazione è certamente vera con riferimento ai profili relativi alle modalità di valutazione e scrutinio dei progetti di acquisizione. Meno, nella sostanza, con riferimento ai criteri per la identificazione delle fattispecie rilevanti (come a proposito della sussistenza di un concerto, con la conseguente emersione di un obbligo di notifica in capo ai concertisti, o della configurazione di una

¹⁶ Vedi Corte di Giustizia (Grande Sezione), Sent. 15 luglio 2021, nella causa C-911/19, FBF contro ACPR, punto 48; vedi anche Perassi, *Sanzioni e procedimento sanzionatorio Banca d'Italia/BCE*, intervento al Seminario Consob-Bocconi sul tema *Supervisione finanziaria e sistema sanzionatorio*, Roma, 28 ottobre 2022.

¹⁷ L'assenza di efficacia vincolante fa sì che tali atti non possano essere oggetto di un ricorso di annullamento ai sensi dell'art. 263 FTUE.

¹⁸ Vedi, sul punto, per le specifiche modalità applicative, Banca d'Italia, *Comunicazione sulle modalità attraverso le quali la Banca d'Italia si conforma agli Orientamenti e alle Raccomandazioni delle Autorità europee di vigilanza*.

¹⁹ In particolare, le Joint Guidelines sono volte "a chiarire le regole procedurali e i criteri di valutazione che le autorità competenti devono applicare per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni qualificate nel settore finanziario" (cfr. p. 2/45).

situazione di influenza notevole), giacché in questi ultimi casi si può porre il delicato tema della censurabilità del comportamento omissivo del soggetto che non abbia formulato istanza di autorizzazione, o attivato preliminari discussioni in merito con l'autorità competente, nel caso in cui versi in una situazione che, ai sensi degli orientamenti, integrerebbe (o potrebbe verosimilmente integrare) una fattispecie rilevante.

Ciò detto, in coerenza con le finalità della direttiva 44, gli obiettivi principali delle Joint Guidelines consistono, per un verso, nel migliorare la certezza del diritto, la chiarezza e la trasparenza del processo di approvazione dei progetti di acquisizione, per un altro, nel garantirne una uniformità di trattamento in tutta l'UE e in tutti i settori²⁰.

Le Joint Guidelines prendono le mosse dalle conclusioni cui era pervenuta la relazione della Commissione Europea nel 2013 in merito all'applicazione della direttiva 44 nei vari Stati membri e che aveva rilevato la sussistenza di diverse differenze nel trattamento delle transazioni nazionali e transfrontaliere²¹.

In particolare, i rilievi avevano riguardato – oltre che più generali profili concernenti l'applicazione del principio della proporzionalità e la cooperazione tra le autorità competenti nel caso di operazioni cross-border – due macro-tematiche di rilevante impatto rispetto all'obiettivo di realizzare un sistema di massima armonizzazione.

Per un verso, infatti, veniva segnalata la mancanza di definizioni armonizzate delle nozioni di "partecipazione qualificata indiretta" e di "persone che agiscono di

²⁰ Vedi, EBA ESMA EIOPA, *Final Report. Joint Guidelines on the prudential assessment of acquisitions and increases of qualifying holdings in the financial sector*, dicembre 2016 JC/GL/2016/01 (il "Final Report"), p. 5.

²¹ Vedi Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Applicazione della direttiva 2007/44/CE che modifica la direttiva 92/49/CEE del Consiglio e le direttive 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE e 2006/48/CE per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario*, Bruxelles, febbraio 2013 COM(2013) 64 final (la "Relazione del 2013")

concerto"²²; per un altro, la mancanza di consenso sull'applicabilità o meno della nozione di "decisione di acquisizione" nei casi di superamento involontario di una soglia partecipativa rilevante.

Ciò detto, merita una qualche considerazione l'impostazione complessiva seguita dalle Autorità europee nella costruzione del Joint Guidelines.

Ed infatti, sotto questo profilo, il Final Report precisa che un'analisi preliminare condotta dalle stesse Autorità avrebbe mostrato che l'impatto derivante dall'attuazione delle diverse opzioni regolamentari in punto di specificazione della nozione di partecipazione qualificata indiretta e di identificazione delle circostanze in cui le parti agiscono di concerto non sarebbe stato particolarmente rilevante, né per gli enti creditizi e finanziari né per le autorità competenti²³.

Sorprende, sotto questo profilo, il mancato apprezzamento dell'eventuale impatto sui potenziali candidati acquirenti, e più in generale sugli investitori che si propongono di attivare progetti di acquisizione in imprese target. Nel momento in cui, infatti, si procede a ridefinire l'estensione delle fattispecie rilevanti assoggettate a scrutinio prudenziale – in disparte l'impatto sulla laboriosità dell'esercizio della funzione di supervisione (che potrà incrementare al crescere delle situazioni oggetto di valutazione) – la classe di soggetti maggiormente incisa risulta essere proprio quella dei potenziali candidati acquirenti (tali potendo essere anche intermediari finanziari), esposti ad un possibile aggravio di oneri amministrativi per la realizzazione dei propri investimenti. E se è pur vero che il *focus* di analisi delle Autorità europee è rivolto a preservare la gestione sana delle

²² La Relazione del 2013 indica che le autorità nazionali competenti ricorrevano a metodi diversi, sovente muovendo da concetti presenti nelle rispettive normative nazionali, per stabilire l'esistenza di una partecipazione indiretta o un'azione di concerto e, di conseguenza, esistevano diverse interpretazioni sul fatto che, in tali circostanze, un progetto di acquisizione o di incremento di una partecipazione dovesse essere notificato o meno (cfr. p. 5 s.).

²³ Cfr., Final Report, p. 49.

imprese *target*, l'introduzione di misure che rendano meno appetibile o più complesso l'afflusso di risorse finanziarie di terzi nel capitale di tali imprese determina una situazione complessiva che probabilmente meriterebbe di essere apprezzata secondo una logica di costi e benefici.

Ciò detto in via generale, mette poi conto segnalare che, rispettando il principio di *proporzionalità nella conduzione delle valutazioni d'impatto*, l'esercizio che ha preceduto la adozione delle Joint Guidelines non ha visto un'analisi approfondita dell'impatto di singole decisioni operative, essendosi piuttosto proceduto a svolgere *una valutazione qualitativa di alto livello delle opzioni strategiche prese in considerazione*²⁴.

Più in particolare, non si è proceduto ad una compiuta *valutazione quantitativa* dei costi e dei benefici dell'attuazione delle linee guida proposte, nell'assunto che qualsiasi impatto netto positivo o negativo non sarebbe stato significativo.

In termini qualitativi, poi, il Final Report precisa che l'analisi ha considerato la sola ipotesi di una *piena attuazione* degli orientamenti da parte di tutti gli Stati membri; ciò con la conseguenza che l'impatto dell'effettiva attuazione delle linee guida avrebbe potuto risultare inferiore a quello stimato nell'analisi, da interpretarsi dunque come "impatto massimo dell'attuazione delle linee guida esistenti"²⁵.

La circostanza che le analisi poste a base delle Joint Guidelines abbiano riguardato la sola valutazione qualitativa delle opzioni strategiche adottate (ossia l'ambito delle acquisizioni indirette di partecipazioni qualificate e le chiarificazioni sul concetto della azione di concerto) riveste un certo rilievo, sul piano complessivo delle modalità di definizione della regolamentazione di settore, se riguardate in prospettiva domestica. E ciò in quanto le Disposizioni non sono state assoggettate

²⁴ Cfr., Final Report, p. 49.

²⁵ Cfr. Final Report, p. 50.

ad analisi di impatto della regolamentazione, sull'assunto, tra l'altro, che riguardassero il mero recepimento di atto di Autorità europee *già sottoposto a procedure di consultazione o ad analisi di impatto della regolamentazione*²⁶.

5. In assenza di una nozione specifica nelle direttive settoriali era emersa un'applicazione differenziata dei vari Stati membri in merito alle modalità di calcolo e di identificazione della figura dell'acquisto indiretto, e ciò con particolare riferimento alle ipotesi di catene partecipative, anche non realizzate attraverso anelli collegati tramite relazioni di controllo.

Sul piano delle opzioni regolamentari, sono state considerate due differenti opzioni, la prima incentrata sull'utilizzo del solo criterio del controllo, la seconda orientata ad affiancare a quello anche il criterio del moltiplicatore²⁷.

Quanto all'introduzione del moltiplicatore, la considerazione preliminare svolta in sede di preparazione delle linee guida è stata nel senso che tale criterio, inadatto all'uso su base autonoma – in quanto focalizzato solo sulla dimensione delle partecipazioni, e non anche sulla rilevanza dei diritti di voto e sulla capacità di influenzare la gestione del soggetto vigilato – avrebbe conservato una sua utilità se utilizzato *insieme* al criterio di controllo²⁸.

Ciò segnalato mette conto rilevare come la valutazione costi benefici non abbia determinato una netta preferenza di una opzione sull'altra.

Per un verso, viene, infatti, segnalato come le guidelines del 2008 avessero di fatto adottato, sebbene non in maniera esplicita, il criterio del controllo, e come

²⁶ Cfr. Banca d'Italia, *Atto di emanazione* delle Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche e altri intermediari, del 27 luglio 2022.

²⁷ Criterio quest'ultimo in base al quale, come noto, si prendono in considerazione le partecipazioni acquisite o possedute in una impresa per il tramite di società, anche non controllate, che hanno diritti di voto o capitale nella medesima impresa, tenendo conto della demoltiplicazione prodotta dalla catena partecipativa, mediante un calcolo effettuato tramite moltiplicazione delle percentuali lungo tutta la catena: vedi anche Disposizioni, p. 16.

²⁸ Cfr. Final Report, p. 51.

questo risultasse in concreto efficace nel valutare l'effettiva posizione di potere basata su diritti di voto.

Sotto altro versante, risulta viceversa piuttosto ambiguo il portato dell'analisi relativa all'eventuale ricorso al criterio del moltiplicatore.

Viene, infatti, rappresentato come il beneficio consisterebbe nell'ampliare l'ambito di valutazione nelle ipotesi di acquisto indiretto di capitale. Ciò nell'assunto che l'acquirente di una partecipazione significativa nella *holding* può non essere in grado di esercitare il controllo o un'influenza rilevante sulla *holding* e quindi sull'impresa *target*, ma *sotto il profilo della realtà economica* può affermarsi che abbia, in concreto, acquisito una partecipazione nel capitale della *target*²⁹. L'esempio addotto è quello per il quale l'acquisto del 10% del capitale di una società che detiene il 100% del capitale della *target* costituirebbe, *di fatto e commercialmente* (commercially), l'acquisizione indiretta del 10% del capitale della *target*³⁰. Una conclusione questa che – già sul piano puramente concettuale – non lascia particolarmente soddisfatti.

Quanto ai costi, si segnala in modo piuttosto sbrigativo che per le autorità di vigilanza nazionali potrebbe registrarsi un aumento del numero di valutazioni in relazione a notifiche da parte di potenziali acquirenti *che potrebbero non essere in grado di esercitare alcuna influenza sulla gestione dell'impresa oggetto di acquisizione*³¹.

Come prevedibile, su questo punto la consultazione è stata piuttosto accesa. Per quanto i sostenitori del solo criterio del controllo avessero correttamente fondato i propri argomenti sull'interpretazione teleologica della disciplina sugli assetti proprietari, focalizzata sull'influenza potenziale sulla *target* e che di fatto distingue tra investitori attivi e passivi, le Autorità hanno, tuttavia, conclusivamente

²⁹ Cfr. Final Report, p. 52.

³⁰ Cfr. Final Report, p. 52.

³¹ Cfr. Final Report, *ult.loc.cit.*

ritenuto preferibile ricorrere all'utilizzo del criterio del moltiplicatore *in congiunzione* a quello del controllo, come secondo *step* nella verifica della posizione del partecipante indiretto.

Su questo profilo occorre fare una precisazione: è evidente che il controllo sugli assetti proprietari, nella misura in cui si estrinseca in provvedimenti autorizzativi o di nulla osta a progetti di acquisizione, si fonda sin dall'origine e tuttora sulla verifica dell'impatto anche potenziale che il partecipante potrà avere sulla sana e prudente gestione della impresa target; quindi il dato dell'interpretazione teleologica vorrebbe inclusi nell'ambito applicativo della disciplina quelle situazioni che possano in potenza impattare sugli interessi ultimi presidiati dalla disciplina. Questo principio di fondo trova tuttavia alcune attenuazioni: (i) già con la direttiva 44, laddove si dà rilevanza alla quota di capitale posseduta come criterio alternativo rispetto alla quota di diritti voto; e (ii) nella definizione dei criteri uniformi per l'assessment, poi specificati nelle linee guida del 2008, laddove viene in rilievo, ad esempio, la solidità finanziaria del candidato acquirente o ancora profili attinenti alla lotta al riciclaggio e al terrorismo.

Può dirsi allora che con l'introduzione del moltiplicatore si realizzi un ulteriore passaggio verso un approccio regolamentare che *nella forma* mantiene ferma la propria destinazione funzionale, ma che *in concreto* espande in misura considerevole la platea di situazioni assoggettate a scrutinio secondo una logica che appare in taluni casi più preordinata ad obiettivi di *disclosure* preventiva che non fondata direttamente sui prevedibili impatti di governo e sana gestione della target.

Ciò considerato, non deve quindi sorprendere che – in sede di esercizio della *peer review* del giugno 2021 in merito all'applicazione delle Joint Guidelines – sia stato rilevato come nessuna autorità competente si fosse mai opposta ad un progetto di acquisizione sulla base di profili attinenti alla posizione di partecipanti

indiretti individuati sulla base del moltiplicatore³². Ed anzi una autorità competente abbia segnalato di aver applicato il criterio del moltiplicatore solo su richiesta della BCE, per quanto tale criterio non fosse stato ancora introdotto nelle pratiche di vigilanza nazionali³³.

6. Il Final Report evidenzia la circostanza che le definizioni di "persone che agiscono di concerto" contenute nelle regolamentazioni settoriali³⁴, pur simili nelle formulazioni di vertice, in concreto non presentano una piena uniformità.

Sul piano applicativo, poi, a livello nazionale si presenta un panorama frastagliato, atteso che in taluni casi le legislazioni domestiche propongono elenchi esaustivi o presunzioni di circostanze in cui si ritiene che le persone agiscano di concerto, mentre in altri ci si concentra sulle intenzioni del potenziale acquirente, affidando alle autorità settoriali il potere di considerare ogni situazione a sé stante³⁵.

Per quanto poi la maggior parte delle autorità di vigilanza nazionali convenisse sul fatto che ogni situazione dovrebbe essere valutata sulla base delle proprie caratteristiche specifiche, l'individuazione di taluni punti comune da trasporre in linee guida è stato giudicato dalle ESAs comunque idoneo a ridurre i costi applicativi della disciplina, rispetto ad un diverso assetto che assegnasse la valutazione prudenziale interamente alle autorità domestiche³⁶.

Su queste basi, in preparazione delle Joint Guidelines sono state esaminate diverse opzioni regolamentari: (i) quella di creare elenchi esaustivi di circostanze;

³² Vedi, *EBA Report on the peer review of Joint ESAs Guidelines on the prudential assessment of the acquisition of qualifying holdings*, JC/GL/2016/01, EBA/REP/2021/24, Agosto 2021, p. 54 (d'ora innanzi, anche il "Report").

³³ Vedi, *EBA Report on the peer review of Joint ESAs Guidelines on the prudential assessment of the acquisition of qualifying holdings*, cit., p. 25.

³⁴ Il riferimento esplicito è alla Takeover Bids Directive e alla Transparency Directive: cfr. Final Report, p. 54.

³⁵ Final Report, p. 54.

³⁶ Final Report, p. 54.

(ii) quella di creare un elenco di fattori non esaustivo e indicativo; (iii) quella di individuare attività latamente qualificabili di cooperazione che, di per sé, non porterebbero a concludere che le parti stiano agendo di concerto.

Di ciascuna di esse si dà conto di costi e benefici, sia per le autorità che per le istituzioni.

La prima opzione (fondata sulla introduzione di criteri esaustivi), pur idonea a rafforzare la convergenza e l'uniformità delle pratiche di vigilanza, troverebbe, tuttavia, un limite rilevante nella rigidità del modello, in particolar modo per la circostanza che gli elenchi che fossero individuati finirebbero rapidamente per risultare obsoleti rispetto all'evolversi delle realtà effettuali.

Sotto questo versante, quindi, l'opzione di individuare elenchi non esaustivi ed indicativi si mostrerebbe più versatile, consentendo alle autorità competenti di esaminare ogni situazione sulla base delle specifiche caratteristiche del caso concreto. E ciò – in una prospettiva di vigilanza – garantirebbe che i soggetti che, sul piano della sostanza degli interessi coinvolti, dovrebbero essere soggetti alla valutazione prudenziale, non ne siano esentati per via dell'applicazione di una casistica chiusa. Del resto, la presentazione di un elenco – per quanto non esaustivo – di indicatori avrebbe in ogni caso l'effetto di migliorare la convergenza e la coerenza delle pratiche di vigilanza³⁷.

Di qui, sul piano delle scelte strategiche, la soluzione di seguire una combinazione tra l'opzione (ii) e (iii), individuando fattori che potrebbero indicare che le persone stanno agendo di concerto, con l'obiettivo di rafforzare la convergenza della vigilanza, lasciando tuttavia alle autorità chiamate a dare applicazione alle discipline settoriali la flessibilità necessaria per gestire circostanze specifiche³⁸.

L'approccio ora registrato in materia di azione di concerto, volto a favorire

³⁷ Final Report, p. 56.

³⁸ Final Report, p. 57.

una flessibilità d'azione alle autorità in sede applicativa, risulta essere coerente all'intero impianto delle Joint Guidelines. Ne è plastica evidenza l'evoluzione che si registra rispetto alle linee guida del 2008 in materia, per esempio, di acquisti involontari. Qui infatti si passa da un elenco chiuso ad un elenco aperto, suscettibile dunque di essere integrato in via applicativa dalle autorità chiamate a condurre le valutazioni prudenziali sui progetti di acquisizione³⁹.

Sempre sul piano dell'impostazione, è altresì rilevante considerare come, in sede di consultazione, non sia stata accolta la richiesta di incorporare nelle guidelines la definizione di *acting in concert* propria della direttiva sulle offerte pubbliche e sulla *transparency*. Ciò sull'assunto che queste ultime direttive sono principalmente focalizzate sui diritti di voto, laddove la disciplina degli assetti proprietari dà rilievo all'esigenza di trasparenza anche sulla partecipazione al capitale⁴⁰.

Si tratta, in concreto, dello stesso argomento, sulle cui basi le ESAs non hanno recepito la richiesta di aggregare le sole azioni con diritto di voto⁴¹ e che, ancora una volta, qualifica l'effettiva essenza degli obiettivi del controllo sugli assetti proprietari nei settori considerati.

Si comprende, dunque, come l'approccio di fondo che muove la revisione degli orientamenti del 2008 sia nel senso, affianco ad mantenimento di una flessibilità applicativa (che all'evidenza si pone in potenziale conflitto rispetto ad una logica di uniformità d'azione, in particolare nei plessi settoriali nei quali non operano meccanismi di procedura comune), di introdurre ampliamenti dell'ambito applicativo sostanziale della disciplina in parola, per conseguire visibilità piena della configurazione partecipativa degli intermediari vigilati.

Come già anticipato, ad agosto 2021 si è concluso un esercizio di peer review

³⁹ Final Report, p. 18.

⁴⁰ Final Report, p. 64.

⁴¹ Final Report, *ult loc.cit.*

sull'applicazione delle Joint Guidelines. Nel registrare un'estesa ed uniforme applicazione degli orientamenti, il Report evidenzia ancora, come prevedibile, che (sul moltiplicatore e) sull'agire di concerto si registrano talune disarmonie applicative in particolar modo a proposito dall'utilizzo della fattispecie nell'ambito dei gruppi ed in particolare rispetto a soggetti appartenenti allo stesso gruppo, quando la *target* non ne fa parte⁴².

7. Nei vari settori del campo finanziario – coperti o meno da una disciplina europea di riferimento (si veda, ad esempio, il caso degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 tub che non ha copertura europea) – l'applicazione della disciplina in materia di assetti proprietari è rimessa alle autorità nazionali competenti.

Fa eccezione il settore bancario: in quest'ultimo, come noto, opera il Meccanismo Unico di Vigilanza nell'ambito della zona Euro, e dunque, per quanto riguarda questa sede, nel nostro Paese. In base a tale Meccanismo la competenza alla adozione dei provvedimenti rilevanti (in primis e specialmente quello di autorizzazione all'assunzione di partecipazioni rilevanti)⁴³ è attratto ad un regime di cd. *procedura comune* che prevede il rilascio della autorizzazione da parte della BCE su proposta della Banca d'Italia.

Come noto, in base al regolamento UE 1024/2013, la BCE nell'esercizio dei suoi compiti deve applicare oltre che le direttive ed i regolamenti europei anche la legislazione nazionale di recepimento delle prime. A tal riguardo, il TUB precisa che “[a]i fini dell'articolo 4, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 1024/2013, si intendono per “legislazione nazionale di recepimento delle direttive europee” [...]

⁴² Vedi, EBA *Report on the peer review of Joint ESAs Guidelines on the prudential assessment of the acquisition of qualifying holdings*, cit., p. 21.

⁴³ O per usare la terminologia della direttiva settoriale, di non opposizione ai progetti di acquisizione. Vedi in letteratura, Ferrarini – Recine, *The Single Rulebook and the SSM: Regulatory Polycentrism vs. Supervisory Centralization*, in *European Banking Union*, 2^a ed, Busch-Ferrarini, Oxford University Press, 2020, p. 242.

le disposizioni nazionali di carattere generale nelle materie disciplinate dalle disposizioni del MVU, incluse quelle adottate, ove previsto dalla legislazione nazionale, dalla Banca d'Italia, per l'attuazione delle direttive dell'Unione europea [...]”.

Profilo quest'ultimo che nella specie assume rilievo, considerato che – come già segnalato – per come risulta dalla relazione al disegno di legge che ha dato luogo alla delega legislativa per il recepimento della CRD V, la materia della acquisizione di partecipazioni rilevanti non costituisce attuazione di alcuna disposizione della CRD V, essendo disciplinata dalla CRD IV e l'adeguamento alle linee guida “assicura la corretta applicazione di questa”⁴⁴.

Sul punto rileva anche quanto ora indicato dalla stessa BCE nell'ambito della consultazione relativa alla *Guida sulle procedure relative alla valutazione prudenziale delle partecipazioni qualificate*, laddove viene evidenziato che - in assenza di disposizioni vincolanti contenute nel diritto dell'Unione europea – *trova applicazione l'approccio raccomandato dagli Orientamenti ESAs, a meno che il diritto nazionale applicabile non si discosti da tale approccio*⁴⁵. Tali aspetti presentano una loro rilevanza soprattutto nel contesto delle operazioni complesse e cross border.

Ciò segnalato, risulta evidente come il moltiplicarsi delle fonti secondarie e degli ulteriori atti variamente adottati dalle autorità coinvolte, non generi sempre linearità e comprensibilità dell'impianto complessivo della materia, al di là delle stesse motivazioni alla base della adozione di detti atti, specie in presenza di anche solo limitati slittamenti concettuali tra le varie previsioni disciplinari.

⁴⁴ Cfr., *supra*, nt. 1.

⁴⁵ Cfr. ECB, *Guide on qualifying holding procedures*, September 2022. Diversamente dalle Joint Guidelines – che sono fonti di terzo livello – e dalle Disposizioni che, viceversa, costituiscono disciplina giuridicamente vincolante – la Guida si configura alla stregua di uno “strumento di supporto” (la BCE la qualifica anche come un “*user-friendly handbook*”) per gli operatori ed i soggetti coinvolti nei procedimenti autorizzatori; si connota alla stregua di una “prassi operativa”, dalla quale la BCE può discostarsi in casi giustificati.

Di qui anche una ulteriore precisazione su di un aspetto rilevante, consistente nel rapporto tra Joint Guidelines e Disposizioni.

Le Disposizioni, infatti, sono state adottate *tenendo conto* delle Joint Guidelines, che restano evidentemente applicabili ed anzi alle stesse le autorità sono chiamate a dare adesione, *in primis* sulla base dei già richiamati principi contenuti nei regolamenti istitutivi delle tre Autorità.

Il documento per la consultazione relativo alle (future) Disposizioni indica che con tali disposizioni si è inteso dare *piena attuazione* alle Joint Guidelines⁴⁶.

Tale precisazione, per vero, non è ripetuta nella Disposizioni (né nel relativo atto di emanazione delle stesse)⁴⁷. Questa ultime non si pongono *espressamente* come strumento di recepimento delle Joint Guidelines attraverso atto di normazione secondaria, quanto piuttosto come aggiornamento ed integrazione della disciplina domestica di rango secondario, sulla base delle nuove prerogative assegnate dal d.lgs. 182/2021, si da conseguire una revisione sistematica ed una complessiva riorganizzazione della pregressa regolamentazione amministrativa. E, invero, le Disposizioni sono state adottate considerando l'intero materiale normativo di riferimento, ivi incluse le Joint Guidelines, rispetto alle quale viene precisato che *“forniscono criteri e indirizzi applicativi per il rilascio dell'autorizzazione all'acquisizione o all'incremento di partecipazioni qualificate da parte delle Autorità competenti”*⁴⁸.

Si pone quindi la questione se le previsioni contenute nelle Disposizioni

⁴⁶ Vedi, Banca d'Italia, *Documento di consultazione sulle disposizioni della Banca d'Italia in materia di assetti proprietari di banche, intermediari finanziari, società fiduciarie, IMEL, IP, SIM, SGR, SICAV e SICAF*, 2022, aprile 2022, p. II.

⁴⁷ Vedi Banca d'Italia, *Provvedimento del 26 luglio 2022* concernente le *Disposizioni in materia di assetti proprietari di banche ed altri intermediari finanziari*. Nell'atto di emanazione delle Disposizioni viene in particolare precisato che “[l]e Disposizioni realizzano un aggiornamento della disciplina in materia di autorizzazione all'acquisizione o all'incremento di partecipazioni qualificate negli intermediari sopra elencati, in attuazione della normativa europea e nazionale di riferimento e *in linea con gli Orientamenti delle Autorità europee*” (enfasi aggiunta).

⁴⁸ Vedi Disposizioni, p. 2.

debbano o meno essere integrate con le corrispondenti previsioni contenute nelle Joint Guidelines, ad esempio nei casi nei quali le Joint Guidelines contengano profili e criteri applicativi non considerati nelle Disposizioni o rispetto ai quali la posizione assunta nelle Disposizioni non sia del tutto allineata a quella delle Joint Guidelines. Ciò potrebbe verificarsi sia in ipotesi di *soluzioni semplificatorie*, adottate in applicazione del principio di proporzionalità, sia in caso di *deroghe*.

Si prenda a mero titolo di esempio la tematica delle cd. operazioni involontarie.

Sul punto le Disposizioni si limitano a definire tali quelle operazioni di incremento o di acquisto conseguenti ad “*eventi che non sono noti né riconducibili al soggetto*”, per poi fissare alcune ipotesi esemplificative, includendovi anche ipotesi di acquisizioni in via indiretta di partecipazioni qualificate, anche in occasione di operazioni di fusione o scissione⁴⁹.

Per converso, le Joint Guidelines contengono uno specifico riferimento alle cd. decisioni di acquisizione, prevedendo che le autorità competenti dovrebbero tener conto di un elenco non esaustivo di elementi per valutare quando sia o meno intervenuta una decisione della specie (e, per converso, quando invece si è dinanzi ad un acquisto involontario)⁵⁰. In questa prospettiva, viene indicato che le autorità competenti dovrebbero considerare, per un verso, se il candidato acquirente fosse consapevole o, tenuto conto delle informazioni alle quali avrebbe potuto accedere, dovesse essere consapevole dell’acquisizione o dell’incremento partecipativo e, per un altro, la sua capacità di influenzare in qualche modo il progetto di acquisizione o di incremento, o di opporvisi o di impedirlo⁵¹. In ogni caso le autorità dovrebbero osservare un’*interpretazione restrittiva* dei casi nei quali riconoscere l’assenza di

⁴⁹ Vedi Disposizioni, p. 22.

⁵⁰ Sui profili connessi al concetto di acquisizione di una partecipazione qualificata nel contesto dell’Unione, vedi anche la già richiamata pronuncia del Tribunale UE dell’11 maggio 2022 nella causa T-913/16 (in GUCE, 11 luglio 2022, C 266), *supra* nt. 15.

⁵¹ Vedi Final Report, p. 17.

una decisione di acquisizione⁵².

In proposito, è evidente che mentre le Joint Guidelines identificano un *criterio* di analisi che dovrebbe ispirare le autorità competenti nell'*assessment* della sussistenza di un superamento involontario di soglie, la fonte domestica procede piuttosto alla *esemplificazione non esaustiva* di ipotesi nelle quali può ricorrere la fattispecie in parola.

Sul piano fattuale l'*integrazione* della fonte interna con le indicazioni metodologiche delle Joint Guidelines risulterà un percorso plausibile, in particolar modo in settori, quale quello bancario, affidato alle regole della procedura comune, nel concorso di due distinte autorità (i.e., Banca d'Italia e BCE). Il punto di sostanza è tuttavia collegato ad un proliferare non necessariamente coordinato tra fonti di diversa valenza e spazio applicativo, con quanto ne consegue in termini di certezza della disciplina di riferimento.

Vincenzo Troiano

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

⁵² Vedi Final Report, p. 18: E ciò in quanto quasi sempre “*the acquirer will have taken or omitted to take certain action which will have contributed to the circumstances leading to a threshold being crossed or a holding being acquired*”.

VARIETÀ

IL RUOLO DELLE BCC E LA PROSPETTIVA IPS *

(The role of the Italian cooperative banks and the institutional protection schemes' perspective)

ABSTRACT: *This paper analyzes the characteristics of the institutional protection scheme (IPS) model to verify its compliance with the mutual function required to the Italian cooperative banks by the relevant regulation.*

In particular, taking into account the characteristics of the IPS model that defines an “aggregative body” which, avoiding the use of the group structure, allows an operational coordination among participants (that remain subjectively differentiated) as a “protection system”, to which is linked the achievement of possible financial support among participants in line with a solidaristic logic characterizing the cooperative banks’ model.

Hence, this paper proposes a possible amendment to Law No. 49/2016 (containing the reform of the Italian cooperative banks) with the aim of extending to all Italian cooperative banks the possibility of setting up “protection systems”, in line with the Raiffeisen Südtirol IPS model already tested in the Autonomous Province of Bolzano. Such system, in fact, could ensure a solidaristic link between its members (the cooperative banks), in compliance with European regulations on cooperative banks and without the need to set up group of cooperative banks, so preserving the social and economic functions of such banks themselves.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. La difficile prospettiva di un intervento di riforma della legge n. 49/2016. - 3. Il modello IPS: in generale. - 4. Le indicazioni del regolatore europeo... - 5. Segue: ... e di taluni studi commissionati dal Parlamento europeo. - 6. Conclusioni.

1. Costituisce un dato di diffusa conoscenza la critica prospettata da

*Contributo approvato dai revisori.

significativa parte della dottrina giuridica sugli esiti della regolazione introdotta con la cd. riforma delle BCC, con la quale è stato modificato il modello organizzativo della cooperazione di credito, imponendo agli appartenenti alla categoria di aderire ad un «gruppo bancario cooperativo», pena la perdita della ‘licenza’. Ne è conseguito l’assoggettamento delle nominate banche ad una regolazione *prudenziale* per esse inidonea, ove si abbia riguardo alla loro dimensione ed alla tipicità della loro funzione¹; da qui l’ampio dibattito dottrinale che, da qualche tempo, mette in discussione la validità della loro appartenenza al gruppo cooperativo, la quale comporta - com’è noto - la qualifica di banche *significant* agli enti partecipanti, ora sottoposti dal «contratto di coesione» (di cui all’art. 37-bis tub) alla direzione e al coordinamento della capogruppo².

La ricerca, nel tentativo di venire incontro alle istanze di molti appartenenti alla categoria, è orientata ad individuare possibili rimedi da adottare al fine di pervenire ad un modello ottimale per la realizzazione di congrue forme di aggregazione tra BCC. A tal fine sono state prese in considerazione, in primo luogo, le motivazioni a base della riforma del 2016 che ha trovato espressione nella legge n. 49 di detto anno, evidenziando che esse sono ricollegabili alla scarsa patrimonializzazione delle banche in parola le quali (operando con le piccole e medie imprese) vanno annoverate tra gli enti creditizi che sono stati maggiormente contagiati dalla crisi finanziaria degli anni 2008 e seguenti; situazione che spiega l’elevato numero di commissariamenti che, in special modo negli anni 2013-2014, sono stati attivati dalle autorità di settore nei confronti di tali banche³.

¹Cfr. CAPRIGLIONE, *Profili di attenzione per un intervento normativo volto a migliorare l’attuale assetto disciplinare delle bcc*, in *questa Rivista*, 2021, p. 496 ss.

²Cfr. cfr. SABBATELLI, *La riforma delle banche di credito cooperativo*, Bari, 2017, *passim*; SEPE, *Il gruppo bancario cooperativo: tra autoriforma e neodirigismo, una nuova dimensione del credito cooperativo?*, in *questa Rivista*, 2015, *Supplemento* n. 4, p. 83 ss. ; ID, *Il tramonto delle banche cooperative*, in *Giustiziacivile.com*, 2016, 4, p. 3

³Ci si riferisce, in particolare, al numero di ‘procedure di amministrazione straordinaria’ esistente alla data del 29 settembre 2014, quale risulta dall’elenco pubblicato sul sito www.bancaditalia.it/vigilanza/avvisi/elenco/Amm_straord.pdf.

Significativa, in tale contesto, è stata ritenuta la portata disciplinare delle grandi riforme che, a livello europeo, sono state realizzate in ambito bancario nell'ultimo lasso temporale (in particolare: il Meccanismo unico di vigilanza ed il Meccanismo unico di risoluzione delle crisi). Tali riforme che hanno attribuito alla BCE la competenza ad esercitare la vigilanza sulle c.d. banche *significant*; competenza che, in base all'art. 6 del regolamento n. 1024 del 2013, può essere estesa anche alle banche non significative, essendo la BCE facoltizzata ad avocare a sé il controllo su queste ultime qualora versino in situazioni di difficoltà.

In presenza di tale orientamento normativo del legislatore europeo, la menzionata dottrina ha ravvisato il presupposto che, con tutta probabilità, è alla base dell'*input* dato dalla Banca d'Italia al processo di integrazione tra le BCC regolato dalla legge. n. 49/2016. Si è sottolineato, al riguardo, che deve ritenersi verosimile l'intento delle autorità di settore di sottrarsi all'onere di una gestione plurima e complessa di crisi bancarie, per cui si è ravvisato nel 'gruppo bancario cooperativo' lo strumento idoneo per risolvere tale problematica; se n'è dedotta, quindi, la linea comportamentale volta a traslare sulla BCE le funzioni di controllo sulla categoria in parola ascritte all'Organo di vigilanza, orientamento definito *dimissionario* rispetto alla politica interventistica in passato seguita da detta istituzione.

Per vero, l'adozione di siffatta strategia viene considerata dai vertici della Banca d'Italia coerente con le caratteristiche delle BCC, essendo stato pubblicamente espresso dal Governatore Ignazio Visco - in un incontro all'ABI (tenuto il 16 settembre 2020 - pieno dissenso per la tesi volta «*a esaltare i pregi del modello della piccola banca del territorio, non tenendo conto del fatto che la sua sostenibilità è oggi messa in pericolo dalle trasformazioni economiche in atto*». È di intuitiva percezione il tenore di tale affermazione, del resto ribadita da detta autorità nell'assemblea dell'ABI del 2021 puntualizzando che «*la creazione dei*

gruppi cooperativi ... non è in contrasto né con la natura mutualistica delle banche aderenti, ...né con la necessità di mantenere uno stretto contatto ... con il territorio di appartenenza».

2. In siffatto scenario appare indispensabile un intervento legislativo che restituisca alle BCC il ruolo di “banche cooperative a mutualità prevalente” previsto dal Testo Unico Bancario (d.lgs. n. 385 del 1993) e, dunque, in grado di consentire alle medesime di svolgere in autonomia gestionale l’attività che, fin dalle loro origini, ne ha contraddistinta la funzione.

Naturalmente, quel che necessita al fine di evitare che le BCC siano sottoposte ai gravami tipicamente propri delle banche *significant* è l’individuazione di un modello aggregativo che, sottraendole alla assunzione di detta qualifica, ridimensioni i poteri della capogruppo (ad esempio: sottraendo ad essa la nomina e la revoca degli organi amministrativi delle BCC partecipanti). In altri termini, occorrerebbe intervenire sulla attuale costruzione del gruppo cooperativo, incidendo sull’esercizio dei poteri di «direzione e coordinamento» che oggi caratterizzano la sfera potestativa dei vertici del gruppo; è questa, infatti, l’unica via percorribile al fine di restituire alle banche in parola una posizione di autonomia operativa indispensabile per poter svolgere in modalità appropriate la loro funzione di enti promotori del localismo economico.

In sede politica sono stati fatti alcuni interventi per modificare la legge n. 49 del 2016, i quali non hanno modificato l’attuale regime normativo, per cui è rimasta immutata la descritta situazione di difficoltà nella quale versano le BCC. Ci si riferisce, in primo luogo, a taluni ritocchi recati alla legge n. 49 del 2016 dal d.l. n. 91 del 2018 (c.d. *milleproroghe*), che ha innalzato la soglia di partecipazione (delle banche aderenti) nel capitale della capogruppo (alla misura del 60%); modifiche che - è il caso di farlo presente - sono da considerare poco conferenti all’obiettivo di un

effettivo cambiamento.

Anche nei tempi successivi al menzionato d.l. n. 91 la politica, pur dichiarandosi disposta a predisporre adeguate forme di tutela delle BCC, sul piano delle concretezze non si adoperò per dar corso alle promesse di cambiamento che venivano correlate vuoi all'esigenza di recuperare la funzione delle BCC «*che aiuta molto il tessuto produttivo quello meno visibile, quello delle Pmi*»⁴, vuoi all'intento di sottrarre dette banche ad un aggravio di costi ed a una difficile azione competitiva⁵.

Successivamente in un d.d.l. di «riforma delle BCC» (A.S. 2425 bozza), presentato dall'on. Turco, è stata evidenziata l'eccessiva estensione dei poteri delle capogruppo, proponendosi una costruzione disciplinare finalizzata all'obiettivo di evitare le distorsioni applicative del «contratto di coesione», previsto dall'art. 37 bis TUB. Tale ddl, mostra un chiaro orientamento alla conservazione della funzione socio economica delle banche cooperative, risultante tra l'altro da un espresso richiamo al 'principio di proporzionalità' sancito dall'ordinamento UE; anche questo tentativo di innovare la regolazione della categoria di banche in esame, a causa degli eventi politici che hanno caratterizzato l'anno 2022, non è riuscito a segnare una svolta disciplinare per le BCC, essendo caduto con la fine della legislatura.

È bene far presente, tuttavia, che tale intervento riformatore ha comunque fornito una indicazione utile nella ricerca di una formula organizzativa delle BCC idonea a consentire l'esercizio della loro funzione socio economica; esso prevede, infatti, l'introduzione del modello IPS («Sistema di tutela istituzionale») per superare le criticità rivenienti dalla classificazione di tali banche come *significant*, schema che – come si dirà qui di seguito – presenta caratteri strutturali che lo

⁴In questi termini ebbe a pronunciarsi Giuseppe Conte, nel suo primo discorso programmatico, assumendo l'impegno a salvaguardare le banche «più integrate sul territorio».

⁵Cfr. la risoluzione Buratti³, rimasta purtroppo nell'empireo dei desideri, nella quale si segnalava l'esigenza di una corretta ricostruzione della disciplina di cui trattasi; v. *resoconto parlamentare* della seduta della VI Commissione del 24 maggio 2021.

contraddistinguono quale 'prototipo aggregativo' particolarmente adeguato a ripristinare il localismo come dato essenziale di tali enti creditizi.

3. Sulla base di quanto precede, si ritiene necessario quindi analizzare le caratteristiche del nominato modello IPS per verificarne la piena rispondenza alle corrette modalità esplicative della funzione mutualistica in ambito bancario.

Al riguardo occorre muovere dalla considerazione che la ricerca di uno schema organizzativo idoneo a realizzare un'unione plurisoggettiva di BCC, nella quale sia preservato il ruolo tradizionalmente svolto dalle medesime, deve aver riguardo alla compenetrazione tra localismo e mutualità, intesa in un'accezione sganciata dalla cd. *gestione di servizio* per trovare adeguato compendio nell'azione da svolgere in un determinato ambito zonale. In altri termini, deve aversi riguardo ad una sorta di allargamento dell'operatività dei nostri enti dallo stretto contesto rappresentato dalla compagine sociale ad una ben più ampia dislocazione nell'intero territorio nel quale la banca ha sede; ciò potendo avvalersi dei benefici rivenienti dalla partecipazione ad una struttura associativa portatrice dei valori che qualificano le cooperative.

Ne consegue che l'indagine deve essere indirizzata alla individuazione di una formula ordinatoria che, nel dar vita ad un *network* associativo/partecipativo tra gli appartenenti alla categoria in esame favorisca la costituzione di mercati locali del credito, fondati sull'esercizio di un'attività che rifletta strategie gestionali assunte in piena autonomia dalle BCC. Ed invero, quel che necessita in vista di siffatta necessità è l'esistenza di una «rete di protezione» che preservi la libertà decisionale dei singoli enti, garantendo il loro radicamento territoriale ed offrendo nel contempo adeguate linee di coordinamento operativo tra i partecipanti al *network* suddetto e supporto funzionale nell'esercizio della loro attività.

Di fronte ad una realtà siffatta indubbiamente sussistono i presupposti per

poter riconoscere ancora una volta alle banche di credito cooperativo la qualifica di «agenti integratori dei distretti industriali», come essi vennero definiti dalla dottrina in epoca antecedente alla riforma del 2016⁶. Risulta evidente, infatti, la diversità tra l'approccio alla figura testé rappresentata e la riconduzione delle BCC in un contesto soggettivo unitario - il gruppo cooperativo - attuato previo consolidamento dei loro bilanci e sottoposizione a direzione centralizzata, demandando alla capogruppo le scelte gestionali e, dunque, il compito di garantire che le banche di credito cooperativo facenti parte del gruppo agiscano secondo il medesimo indirizzo strategico. A ben considerare, si finisce in tal modo con l'imporre alle BCC la rinuncia alla propria autonomia in esito ad una costruzione disciplinare che, ad avviso della dottrina, genera significativi dubbi in ordine all'esercizio della "*funzione sociale*" che la Carta costituzionale ascrive alla cooperazione⁷.

È bene tener presente che tra le caratteristiche dell'IPS si annovera l'elevato livello di autonomia e indipendenza di cui dispongono i singoli enti partecipanti successivamente alla loro adesione al medesimo; donde il parere di un acuto studioso per il quale «*negli IPS l'autonomia delle singole entità è la regola di fondo*»⁸. Da qui la chiara differenza esistente tra il 'sistema di tutela' ed il 'gruppo bancario cooperativo', desumibile del resto dalle indicazioni della stessa BCE⁹. La funzione del primo, come è dato evincere dalla sua denominazione, è essenzialmente quella di offrire un adeguato livello di protezione nello svolgimento dell'attività bancaria agli enti che ad esso aderiscono; e ciò vuoi fornendo a questi opportune forme di *coordinamento operativo* con gli altri partecipanti all'aggregato

⁶Cfr. MARASÀ, *La mutualità nelle banche di credito cooperativo dopo la riforma del diritto societario*, in AA.VV., *Le banche cooperative e il nuovo diritto societario*, Firenze, 2004, p. 69 ss.

⁷Cfr. ONIDA, *Profili di legittimità costituzionale della riforma delle banche di credito cooperativo*, in *questa Rivista*, 2018, suppl. n. 3, p. 235 ss.

⁸Cfr. TROIANO, *La riforma delle bcc e i sistemi di tutela istituzionale*, in *questa Rivista*, 2018, suppl. n. 3, p. 181 ss.

⁹Cfr. BCE, *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale a fini prudenziali*.

(che non incidono sulla determinazione dei criteri gestionali), vuoi consentendo di fruire di un supporto finanziario nel caso in cui essi incorrano in una situazione di crisi. Per converso, la finalità del secondo si compendia nel perseguimento di un interesse di gruppo, realizzabile mediante sottoposizione ad una direzione unitaria dei partecipanti (tenuti ad ottemperare alle linee strategiche fissate dalla capogruppo), nonché previo consolidamento dei loro bilanci.

In tale contesto trovano spiegazione altri elementi che contraddistinguono la figura in esame, quali la volontarietà dell'adesione all'IPS, il nesso tra consistenza economico-patrimoniale del partecipante e sostenibilità dell'onere finanziario che potenzialmente grava sul 'sistema di tutela', cui va aggiunto il peculiare significato ascrivibile all'azione delle competenti autorità di vigilanza. A queste ultime, infatti, è consentito di autorizzare la *non applicazione* dei requisiti su «calcolo degli importi delle esposizioni ponderati per il rischio»¹⁰, per tal via introducendo un regime derogatorio alla disciplina in materia di requisiti prudenziali degli enti creditizi, pratica che inequivocabilmente favorisce la presenza nell'IPS di piccole e medio banche.

Passando, poi, all'analisi particolareggiata dei benefici recati dall'IPS e dei limiti intrinseci del medesimo, tra i primi va ascritta importanza alla sottoposizione delle banche partecipanti ad un'attenta azione di monitoraggio, donde la possibilità di *early warning seems* che costituisce un fattore di successo del 'sistema'; al contempo il fatto che ad esso è connaturale la proposizione di un «*geographical quasi-cartel*» incoraggia le banche all'adesione per costruire una solida base clientelare, nella quale occupano un posto primario le PMI.

4. Per una compiuta valutazione del modello organizzativo in esame è bene

¹⁰Cfr. CRR, che all'art. 113, paragrafo 7, che disciplina il «*sistema di tutela istituzionale, consistente in un accordo di responsabilità contrattuale o previsto dalla legge*» finalizzato a tutelare gli enti creditizi, garantendo «*la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario*».

aver riguardo alle indicazioni della regolazione di matrice europea in tema di IPS. Ciò consente, infatti, di trarre utili suggerimenti per l'identificazione del campo di intervento di un'eventuale azione del nostro legislatore *in subjecta materia*.

Al riguardo viene in considerazione il regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (cd. CRR), il quale - come si è anticipato - disciplina il sistema di tutela istituzionale, indicando le finalità cui quest'ultimo è finalizzato. Da tali puntualizzazioni normative si evince che siffatto sistema di tutela istituzionale consiste in un meccanismo di solidarietà, la cui attivazione permette agli enti aderenti di poter usufruire di un adeguato sostegno nel caso in cui vengano a trovarsi in una situazione economica critica; ciò grazie all'operatività di un ente gestore che dispone gli interventi dell'IPS, da attuare previo ricorso a fondi finanziari alimentati dagli enti partecipanti al sistema di tutela in parola ¹¹.

La normativa europea, con riguardo all'estensione soggettiva dell'IPS, fa riferimento ad «un'ampia partecipazione di enti creditizi dotati di un profilo d'attività prevalentemente omogeneo»; se ne deduce che il numero di membri necessario per il funzionamento di un IPS possa essere determinato, in via interpretativa, avendo riguardo alla potenziale idoneità dei medesimi a sostenere l'onere delle misure finanziarie che eventualmente si rendessero necessarie per far fronte agli impegni del sistema. Inoltre, non sono posti limiti dimensionali per la partecipazione al 'sistema di tutela', per cui questo potrà essere costituito da banche *less significant* ovvero *significant*, cui si aggiungono anche fattispecie che potremo definire *ibride* con riguardo alla presenza di enti creditizi di entrambe le nominate tipologie; fermo restando che, nelle diverse ipotesi testé rappresentate, l'identificazione della autorità cui spetta il rilascio dell'autorizzazione segue il

¹¹Cfr. ampiamente sull'argomento BONAMINI, *Il "RAIFFEISEN SÜDTIROL IPS" nel contesto della cooperazione di credito dell'Unione Europea*, in *questa Rivista*, 2022, suppl. al n. 2, p. 29 ss.; MICCÙ, *Le recenti „riforme” del credito cooperativo alla prova della Costituzione: spunti critici e ricostruttivi*, in *questa Rivista*, 2018, suppl. al n. 3, p. 79.

criterio di riparto delle competenze fissato dal Regolamento (UE) nr. 1024/2013 del Consiglio europeo.

Non va trascurato di considerare, peraltro, il conferimento alle nominate autorità di controllo di un ampio potere discrezionale nella valutazione delle condizioni che legittimano detta esenzione. Esso è indicativo del pregnante ruolo che la normativa europea riconosce agli organi di supervisione *in subiecta materia*; ruolo che, ovviamente, non può estrinsecarsi in un'azione antagonista, volta *tout court* all'affermazione di una contrarietà alle piccole medio banche, fondata su una ingiustificabile 'diffidenza' per quelle che operano in un determinato 'territorio' di riferimento ¹².

Rilevante al fine di una compiuta analisi del ruolo dell'autorità di settore è la precisazione, formulata dalla BCE, secondo la quale l'obiettivo degli interventi da essa posti in essere è quello di «*assicurare coerenza, efficacia e trasparenza in merito alla politica di vigilanza che sarà applicata nella valutazione degli IPS*» ¹³; finalità che si richiama ai criteri fondanti della supervisione bancaria, collegandone l'essenza al perseguimento del pubblico interesse, per cui devono essere evitati comportamenti che diano luogo a forme di eccesso di potere.

Conseguono evidenti vincoli alla discrezionalità dell'Organo di vigilanza, da considerare pienamente condivisibili ove si abbia riguardo alla menzionata funzione dell'IPS e, dunque, all'esigenza di garantire una linea operativa conforme alle finalità che il regolatore europeo ha avuto di mira con la sua istituzione. In questa logica si comprende l'orientamento normativo in base al quale, per evitare l'insolvenza dell'ente partecipante in crisi, l'Autorità competente è tenuta a verificare le procedure applicate e le misure che l'IPS intende adottare per assicurare che gli enti partecipanti rispettino i requisiti regolamentari dettati in

¹²Significativa, al riguardo, è la diffidenza pubblicamente esternata dal Governatore Visco nel 2020 in una intervista alla rivista *The Banker*.

¹³Cfr. *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi...*, cit.

materia di fondi propri e di liquidità preventiva, nonché le modalità e le tempistiche di erogazione dei sostegni materiali o finanziari che il 'sistema di tutela' è tenuto a prestare nel caso in cui tali misure preventive non abbiano sortito i propri effetti ¹⁴.

Per completezza d'analisi si fa presente che la BCE ha aggiunto alla «Guida della BCE sulle opzioni e sulle discrezionalità previste dal diritto dell'Unione» un nuovo capitolo concernente il metodo di riconoscimento degli IPS a fini prudenziali, che specifica le modalità con le quali la BCE valuta il rispetto delle condizioni suddette da parte degli IPS e dei loro membri ¹⁵. In particolare rileva il riferimento alla facoltà della BCE di adottare «indirizzi destinati alle autorità nazionali competenti ..., ai quali le ANC sono tenute a conformarsi nell'esercizio dei compiti in materia di vigilanza e nell'adozione delle decisioni di vigilanza in relazione agli enti meno significativi» (*considerando* n. 4). E' evidente come la BCE, avendo riguardo alla circostanza che degli IPS possono far parte sia enti *significativi* che enti *meno significativi*, si è preoccupata di evitare che nei 'sistemi di tutela' cd. *ibridi* le autorità responsabili utilizzassero specifiche differenti nelle valutazioni di idoneità (*considerando* n. 5).

5. La disamina dei tratti distintivi dell'IPS, dianzi rappresentata, attesta l'interesse del regolatore europeo a definire in modalità compiute un «organismo aggregativo» che, evitando il ricorso alla struttura del gruppo, consentisse in ambito bancario l'affermazione di una peculiare formula di coordinamento operativo tra i partecipanti (che restano soggettivamente differenziati) ad un 'sistema di tutela', cui è collegato il conseguimento - *al bisogno* - di un possibile supporto finanziario in linea con una logica solidaristica interna al settore. Ciò, fermo restando una coerente osservanza dei principi cardini della sistematica creditizia (pluralismo, autonomia gestionale, rispetto dei requisiti prudenziali). Si spiega, pertanto, la

¹⁴Cfr. *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi...*, cit.

¹⁵Cfr. *Indirizzo* UE n. 2016/1994 del 4 novembre 2016.

ragione per cui gli IPS in ambito UE sono presenti in numerosi paesi (Germania, Austria, Spagna, Polonia), come risulta dalla *Declaration of Institutional Protection Schemes in Europe* del 6 aprile 2021¹⁶.

In tale premessa assumono particolare rilievo le indicazioni contenute in alcuni studi sull'IPS commissionati dal Parlamento europeo al fine di evidenziare i punti di forza e di debolezza di tale 'sistema di tutela' che - si ricorda - in ambito UE interessa variegata categorie bancarie¹⁷. Si è presenza di un'indagine accurata nella quale, tuttavia, prevale un intento critico che mal si giustifica ove si abbia riguardo alla realizzazione di una valida alternativa alla realtà di gruppo, che per le motivazioni dianzi esposte appare poco adeguata alle piccole/medio banche, come le BCC.

Tale indagine muove dall'inquadramento dell'IPS tra i meccanismi dell'UBE che fanno parte integrante dell'architettura di protezione assicurativa, per cui - specie in paesi come l'Austria e la Germania - se ne configura l'operatività finalizzata al duplice obiettivo della tutela degli enti partecipanti ed a quella dei depositanti; donde il suo raccordo con i sistemi nazionali di assicurazione dei depositi con il quali condividono la protezione di questi ultimi. Si sottolinea il confronto tra IPS e gruppo bancario, evidenziando talune similitudini, ma anche il carattere alternativo del primo al secondo, tematica che induce a riflettere sulla forma ottimale di vigilanza attuabile nella specie; significativa, al riguardo, appare peraltro la considerazione secondo cui in Italia i gruppi bancari cooperativi, sotto il

¹⁶Nell'Unione gli IPS hanno una notevole rilevanza in termini assoluti, poiché aderisce a detto 'sistema di tutela' circa il 50% degli enti creditizi della zona euro, che rappresentano intorno al 10% delle attività totali del sistema bancario dell'area, cfr. <https://www.bvr.de>.

Va segnalato altresì che le categorie delle banche cooperative e delle casse di risparmio identificano i due principali settori in cui si registra la allocazione degli IPS, con riguardo ai quali la BCE (nella *Guida* in precedenza richiamata) tiene a precisare che 'caratteristica saliente' è l'elevato livello di autonomia e indipendenza dei singoli enti creditizi, donde la loro distinzione dai gruppi bancari consolidati.

¹⁷Cfr. *Institutional Protection Schemes in the Banking Union; Schemes: What are their differences, strengths, weaknesses, and track records?; Institutional Protection Schemes in German Banking; Institutional Protection Schemes*.

diretto controllo della BCE (a differenza dell'IPS vigilato dalla Banca d'Italia), vedono «tutte le altre banche di credito cooperativo italiane ... in crisi».

La individuazione di possibili criticità viene costruita sulla menzionata assimilabilità dell'IPS al sistema di garanzia dei depositi, evidenziandosi in proposito un limitato potenziale interventistico, nonché ipotizzando una «quasi incompatibilità» del sistema in parola con le «disposizioni della BRRD, in particolare in materia di *bail-in* e risoluzione». A ciò si aggiunga una considerazione riveniente dalla stretta riferibilità che in Germania presentano i regimi di protezione istituzionale relativi al 'Gruppo Finanziario delle Casse di Risparmio tedesche' ed alla Associazione delle Banche cooperative della Germania con i «sistemi di garanzia dei depositi»; ciò con la conseguenza che i relativi schemi sono riconosciuti come tali. Da qui l'ulteriore considerazione secondo cui, sebbene entrambi «non hanno mai dovuto pagare» alcunché ai depositanti, sono ritenuti suscettibili di criticità per motivazioni variegate: scarsa chiarezza degli assetti proprietari, eccessiva complessità dei processi decisionali, mancanza di separazione col Fondo di tutela dei depositi.

E' evidente la distorsione interpretativa della funzione dell'IPS ipotizzata negli studi in questione. Con particolare riguardo al 'caso Italia', può dirsi che il ruolo garantistico del 'sistema di tutela' non intende essere in alcun modo sostitutivo dell'azione tipicamente propria del *Fondo di tutela dei depositi* (operante a livello nazionale) e di similari strumenti di salvaguardia dei depositanti disposti su base convenzionale per fronteggiare la patologia degli enti creditizi; considerazione analoga va fatta con riferimento al «meccanismo di risoluzione delle crisi» introdotto dalla BRRD. Di ciò è conferma sia l'impegno contributivo al Fondo suddetto, *ulteriore* rispetto a quello assunto dai membri dell'IPS nei confronti del relativo ente gestore (cui è dovuto un importo ovviamente correlato all'entità del rischio sotteso alla partecipazione), sia la inalterata permanenza nell'Organo di

risoluzione della facoltà di attivare le procedure previste dalla legge ove abbia a verificarsi una situazione di crisi di un aderente al 'sistema di tutela'.

Ed ancora. Appare poco coerente il suggerimento di trattare gli IPS di grandi dimensioni in modalità simili a quelle praticate ai grandi gruppi bancari per «inserirli, come tali, sotto la vigilanza diretta della BCE nell'ambito dell'MVU». Ed invero, tale suggerimento se, per un verso, può essere ritenuto superfluo in quanto la grande dimensione lascia supporre la presenza di *banche significative*, di per sé sottoposte alla supervisione della BCE, per altro segna un'apertura a forme di assimilazione totalizzante degli IPS ai gruppi; ciò con la conseguenza di causare inevitabilmente la scomparsa del 'sistema di tutela' e, dunque, di far venir meno una forma di «cooperazione creditizia orizzontale» che arricchisce lo scenario di un pluralismo soggettivo bancario, complanare con la logica della «democrazia di mercato».

A ben riflettere, attesa la diversità tipologica degli operatori bancari prevista in sede UE (e le differenti condizioni in cui si articola il loro *agere*) è difficile fornire orientamenti precisi in relazione ai fattori impediendi per una corretta attivazione dei 'sistemi di tutela' in vista di un intervento legislativo riformatore della relativa disciplina. Dalle considerazioni che precedono si evince che, almeno con riguardo al 'caso Italia', non sussistono le condizioni per formulare una sorta di «*checklist*» delle problematiche esaminate negli studi di cui trattasi; vengono meno, pertanto, le perplessità rappresentate in detta indagine sulla identificazione dell'autorità di supervisione nella specie competente ovvero sulla possibile sovrapposizione dell'IPS al Fondo di tutela dei depositi. Resta ferma, in ogni caso, la possibilità per il nostro legislatore di limitare l'adesione al 'sistema di tutela' alle sole BCC, con ovvio riconoscimento della vigilanza esclusiva della Banca d'Italia.

Da ultimo, sulla base di un riscontro fattuale degli accadimenti degli ultimi anni, appare verosimile che siano superate le paventate criticità riferite a ipotetici

vantaggi rivenienti dalla concessione da parte delle autorità di settore di deroghe al regime prudenziale.

6. Sulla base di quanto precede sembra verosimile che una modifica della legge n. 49/2016 che estenda a tutte le BCC italiane la possibilità di costituire 'sistemi di tutela' di certo consentirebbe di recepire le istanze di tali banche, fino ad oggi disattese nelle sedi competenti. Tale modello è già sperimentato con successo nella Provincia autonoma di Bolzano dal *Raiffeisen Südtirol IPS*, riconosciuto dalla Banca d'Italia nel 2020. Tale organismo, disciplinato secondo il «principio della mutualità senza fini», sta sperimentando con successo la «gestione di un sistema di tutela istituzionale» conforme alle indicazioni che *in subiecta materia* si rinvencono nella regolazione UE, le quali garantiscono la stabilità dell'IPS, assicurando un legame solidaristico tra le banche ad esso aderenti, nonché il nesso tra il medesimo e le istanze della società civile attraverso il finanziamento della imprenditoria locale.

In tale contesto non va trascurato di osservare che la politica, da tempo, ha manifestato l'intento di voler far riferimento all'IPS per riformare la disciplina delle BCC. Infatti, nella proposizione di un emendamento parlamentare (al d.l. n. 104/2020) per modificare la legge n. 49 si apriva alla costituzione di «sistemi di tutela istituzionali» (IPS). Ed ancora. Volendo identificare uno schema normativo in grado di recepire le esigenze di riforma condivise dalla politica, lo schema dell'IPS sembra particolarmente idoneo alla conservazione della funzione socio-economica delle banche cooperative, proponendo una costruzione che ascrive peculiare rilievo all'obiettivo di evitare le distorsioni applicative del «contratto di coesione», previsto dall'art. 37 *bis* TUB. D'altronde, tale proposta denota equilibrio disciplinare in quanto non si pone in modalità dirompenti rispetto alla vigente regolazione: l'IPS, infatti, identifica un modello di aggregazione tra enti creditizi alternativo rispetto al 'gruppo cooperativo'. Da qui la possibilità per gli appartenenti alla categoria, che

oggi aderiscono allo schema partecipativo del gruppo, di dissociarsi da esso e, senza 'pagare alcun pegno', accedere alla formula del 'sistema di tutela', di certo più adeguata alla loro realtà.

Concludendo, può dirsi che *forse* sono maturi i tempi per un intervento della politica volto a dirimere le distonie della presente regolazione sulle BCC. L'orientamento in materia espresso dalle competenti Autorità di Vigilanza di conservazione della struttura del 'gruppo cooperativo' potrebbe rallentare tale percorso di rinnovamento virtuoso. Ciò trascurando di considerare che il recupero della vigilanza sulle cooperative di credito (che dismettono la qualifica di *significant*) consentirebbe all'Autorità preposta di avvalersi della ricostruita forma di controllo diretto sugli appartenenti alla categoria per orientare questi ultimi, in modalità ottimali, verso le linee operative che oggi identificano un obiettivo primario del Governo (sviluppo sostenibile, rispetto dei nuovi parametri *green*, supporto alla applicazione del PNNR nelle variegate realtà territoriali, ecc.).

Caterina Pistocchi

*Dottore di ricerca in diritto dei mercati e dei consumatori
nell'Università degli Studi Roma Tre*

**PRESTITO TITOLI ED ESERCIZIO DEL DIRITTO DI VOTO:
NOTE A MARGINE DEL CASO GENERALI ***

*(Securities lending and exercise of voting rights: side notes on
the Generali case)*

ABSTRACT: *The essay analyses the controversial relationship existing between securities lending and the exercise of voting rights within the Shareholders Meeting. The aim of this paper is to examine whether (and under what circumstances) voting in a public company with shares obtained through a securities lending agreement is permitted. Securities lending, which is comprised in the broader notion of "empty voting", will be analysed in relation to other similar topics such as: the sale of the vote, the pledge on shares ex art. 2352 of the Italian Civil Code, multiple and increased voting shares and voting pursuant to shareholders' agreements. In conclusion, the relationship between securities lending and exercise of voting rights will also be analysed in comparison with the Global Master Securities Lending Agreement*

SOMMARIO: 1. Il caso Generali. - 2. Il contratto di prestito titoli: atipicità della fattispecie. 3. Spunti per una ricostruzione della disciplina dell'esercizio del voto tramite l'operazione di prestito titoli. L'empty voting. 4. (Segue): la vendita del voto 5. (Segue): il pegno sulle azioni 6. (Segue): voto multiplo e voto maggiorato 7. (Segue): i sindacati di voto 8. (Segue): l'esercizio del diritto di voto secondo il Global Master Securities Lending Agreement 9. Prime conclusioni

1. Nel settembre 2021, Mediobanca ha sottoscritto con una controparte non nota, in virtù di un accordo di riservatezza, un contratto di prestito titoli avente ad oggetto settanta milioni di azioni di Assicurazioni Generali S.p.A., pari al 4,42% del

*Contributo approvato dai revisori.

capitale sociale di Generali. Tale operazione ha permesso a Mediobanca di incrementare la propria partecipazione nella società al 17,2% e di esercitare i relativi diritti di voto il 29 aprile 2022, in occasione del rinnovo del consiglio di amministrazione di Generali¹. Da queste vicende è nato un contrasto tra i soci di Generali circa la liceità dell'esercizio del voto relativi a titoli azionari ottenuti attraverso un contratto di prestito titoli. Su tale questione è ancora atteso il pronunciamento della Consob, formalmente interpellata da alcuni azionisti di Generali². Il tema, non regolato dall'ordinamento italiano, si inserisce nel più ampio dibattito sul c.d. *empty voting*³, ossia il tema dell'esercizio del diritto di voto in assenza dell'esposizione al rischio azionario o in presenza di un rischio azionario ridotto e non commisurato al diritto di voto, di cui il prestito titoli rappresenta una possibile manifestazione. Su tale tematica si tornerà nel prosieguo dell'articolo.

2. Il contratto di prestito titoli rappresenta una fattispecie non codificata ed atipica nata dalle prassi internazionali dei mercati di borsa. In Italia comincia a diffondersi negli anni '90 con il passaggio dal sistema di liquidazione a termine a quello di liquidazione a contanti dei contratti di Borsa⁴.

La struttura del contratto prevede un prestatario, il c.d. *borrower*, che riceve, dietro pagamento di un corrispettivo, in proprietà dal prestatore, il c.d. *lender*, determinati titoli azionari per la durata definita dal contratto con l'impegno di restituire alla scadenza titoli azionari equivalenti a quelli prestati. Tale scambio è assistito da una idonea garanzia (c.d. *collateral*), costituita in denaro, in titoli diversi

¹ Cfr. OLIVIERI, *Mediobanca, per il prestito titoli Generali la controparte è la francese Bnp*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 settembre 2021; GRECO, *Mediobanca chiude il prestito titoli sul 4,42% di Generali. La BCE tiene ferma Delfin sotto il 20% di Piazzetta Cuccia*, in *La Repubblica*, 18 maggio 2022.

² SERAFINI, *Generali, sul tavolo di Consob il prestito titoli Mediobanca*, in *Il Sole 24 Ore*, 8 marzo 2022.

³ Per ulteriori approfondimenti v. HU e BLACK, *The new vote buying: empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Southern California Law Review*, vol. 79, 2006, p. 811 ss.

⁴ Delibera CONSOB, 2 ottobre 1991, n. 5498.

da quelli oggetto del contratto o da una lettera di credito⁵. Particolarità di tale fattispecie consiste nel fatto che il prestatario non sopporta le variazioni economiche dei titoli oggetto del contratto.

Il trasferimento della proprietà dei titoli comporta il contestuale trasferimento dei diritti sociali e patrimoniali e altro diritto ed obbligo inerente ai titoli oggetto del contratto⁶, tuttavia nella prassi contrattuale generalmente le parti si accordano perché il prestatore conservi i diritti patrimoniali inerenti al titolo, quali dividendi e ogni altra remunerazione deliberata dall'emittente. Tuttavia, occorre osservare che tale pattuizione, essendo di natura contrattuale, produce esclusivamente effetti obbligatori tra le parti e risulta del tutto irrilevante nei confronti dei soggetti terzi⁷.

Tipicamente il *lender* è un investitore istituzionale, un deposito centralizzato di valori mobiliari o un istituto di credito che conclude il contratto di prestito titoli al fine di aumentare il rendimento di un proprio portafoglio titoli senza affrontare significativi rischi di mercato⁸, mentre il *borrower* generalmente stipula il contratto o per assolvere ad obblighi assunti in relazione ad altre operazioni finanziarie o con finalità speculativa o, come nel caso Generali oggetto dell'articolo, per disporre di una partecipazione azionaria o incrementare una già esistente in occasione di convocazioni assembleari⁹.

Parte della dottrina ha qualificato il contratto di prestito titoli come contratto misto o complesso, definendolo come "*promessa di mutuo collegato a una promessa di pegno ed una serie di contratti di mutuo collegati ad altrettanti pegni*

⁵ VELLA, *Il Prestito Titoli tra mercato finanziario e governance societaria*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2009, I, n. 2, p. 163; RAZZANTE, *Contratto di Prestito Titoli*, in CEDON (a cura di), *Il diritto privato nella giurisprudenza. I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, 2004, XX, p. 397.

⁶ GIUSTINIANI, *Il contratto di prestito titoli*, in *Impresa Commerciale e industriale*, 1995, n. 6, p. 1213.

⁷ CALEFFI, *Il contratto di prestito titoli (securities lending)*, in *Banc.*, 1994, n. 3, p. 58.

⁸ CINCOTTI, *Prestito Titoli*, in *Il Diritto. Enciclopedia Giuridica*, 2007, XI, p. 401; CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, Milano, 2008, p. 93; VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 162.

⁹ VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 162s.; CINCOTTI, *Prestito Titoli*, cit., p. 401; CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 93 ss.

dati da parte del mutuario”¹⁰ o “autonomo contratto atipico e complesso , composto da un mutuo di titoli associato ad un pegno irregolare di denaro o valori mobiliari”¹¹ e lo ha ricondotto e comparato ad altre figure contrattuali quali il mutuo, i pronti contro termine, l’anticipazione bancaria e il riporto.

Il contratto di mutuo¹² è indubbiamente la figura contrattuale più simile al prestito titoli. Gli elementi comuni ad entrambe le due fattispecie contrattuali sono: i) la realtà dei contratti, ii) il trasferimento di beni fungibili, iii) la presenza di un termine per la restituzione per equivalente dei beni oggetto del contratto, e iv) la presenza di un corrispettivo, un interesse a favore della parte che trasferisce i beni oggetto del contratto. Nonostante tali, indubbi, tratti comuni, tra le due fattispecie contrattuali permangono delle significative differenze; in particolare, nel prestito titoli la consegna dei titoli oggetto del contratto non è sufficiente per il perfezionamento della fattispecie e il contratto di prestito titoli potrà considerarsi perfezionato solo con la consegna dei titoli e la contestuale costituzione della garanzia¹³.

Altra figura contrattuale generalmente accostata al prestito titoli è il contratto di pronti contro termine¹⁴. Tale fattispecie contrattuale si distingue dal prestito titoli per la sua natura consensuale e non reale e, inoltre, differentemente da quanto previsto dalla fattispecie dei pronti contro termine, nel contratto di prestito titoli il corrispettivo per l’operazione è sempre a carico del soggetto che riceve i titoli.

¹⁰ PREITE, *Profili giuridici dell’introduzione in Italia di operazioni di prestito titoli*, in AA. VV., *L’integrazione fra imprese nell’attività internazionale*, Torino, 1995, p. 4 ss.

¹¹ CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 99.

¹² Cfr. CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 98 ss; RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, in FERRARINI e MARCHETTI (a cura di), *La riforma dei mercati finanziari dal Decreto Eurosim al Testo Unico della Finanza*, Roma, 1998, p. 401 ss; RAZZANTE, *Contratto di Prestito Titoli*, cit., p. 401 ss; VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 167; PREITE, *Profili giuridici*, cit., p. 5 ss; GIUSTINIANI, *Il contratto di prestito titoli*, cit., p. 1214.

¹³ Cfr. CALEFFI, *Il contratto di prestito titoli (securities lending)*, cit., p. 60.

¹⁴ Cfr. VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 166 ss; CALEFFI, *Il contratto di prestito titoli (securities lending)* cit., p. 61; RAZZANTE, *Contratto di Prestito Titoli*, cit., p. 400; RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, cit., p. 401 ss.

Tra le altre figure affini vi è, anche a causa della presenza di una garanzia reale, l'anticipazione bancaria¹⁵, che differentemente dal prestito titoli è un contratto ad esecuzione continuata e non ad esecuzione istantanea, e non richiede l'immediata attribuzione di titoli al prestatario. Differisce tra le due diverse figure contrattuali anche la causa che nell'anticipazione bancaria è finanziaria e non può essere meramente speculativa come invece possibile relativamente al prestito titoli¹⁶. Inoltre, la disciplina codicistica prevede che oggetto dell'anticipazione bancaria sia esclusivamente una somma di denaro e non anche titoli¹⁷.

Infine, ultima figura affine meritevole di comparazione è il riporto¹⁸ che, a differenza del prestito titoli richiede che il *collateral* debba essere esclusivamente in denaro, non ammettendo che siano conferiti altri titoli o lettere di credito.

3. Dopo aver rapidamente e sommariamente analizzato la figura del contratto di prestito titoli è possibile soffermarsi sull'analisi del tema principale dell'articolo, ossia l'ammissibilità dell'esercizio del voto relativo ad azioni detenute come conseguenza di un'operazione di prestito titoli.

La tematica, come precedentemente accennato, pur non essendo stata negli anni oggetto di particolare approfondimento e dibattito, non è nuova e si inserisce nel più ampio tema del c.d. *empty voting*. Il rischio legato a tale fenomeno consiste nella dissociazione tra proprietà economica dei titoli ed esercizio del diritto di voto favorendo condotte speculative o favorendo conflitti di interessi in grado di massimizzare gli interessi del c.d. *empty voter* a potenziale danno del proprietario

¹⁵ RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, cit., p. 401 ss.; VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 167; CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 97

¹⁶ CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 98.

¹⁷ CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 98; VELLA, *Il Prestito Titoli*, cit., p. 166 ss; LOIACONO, CALVI e BERTANI, *Il trasferimento in funzione di garanzia tra pegno irregolare, riporto e diritto di utilizzazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, n. 6 sup., p. 29.

¹⁸ CARRIÈRE, *Le operazioni di portage azionario*, cit., p. 98; RECINE, *Aspetti giuridici delle operazioni di prestito titoli*, cit., p. 401 ss; CALEFFI, *Il contratto di prestito titoli (securities lending)*, cit., p. 60; PREITE, *Profili giuridici*, cit., p. 3 ss; RAZZANTE, *Contratto di Prestito Titoli*, cit., p. 400.

economico del titolo azionario e anche della stessa società partecipata¹⁹. Sostanzialmente l'*empty voter* pur essendo formalmente titolare della partecipazione azionaria, potendo quindi esercitare il relativo diritto di voto, non verrà pregiudicato (o verrà pregiudicato in misura solamente parziale) dalle conseguenze economiche derivanti dall'esercizio del proprio voto. Nel prestito titoli in particolare, dopo aver esercitato il voto, il prestatario restituirà al prestatore i titoli azionari oggetto del contratto restando immune alle successive vicende economiche relative al titolo azionario prestato.

Le operazioni di prestito titoli rappresentano una delle molteplici manifestazioni dell'*empty voting*, tra le quali, a mero titolo esemplificativo, vi sono la *record date*²⁰, le vendite allo scoperto, la vendita a termine, l'*equity swap* e, più in generale, i contratti derivati su azioni²¹. Appare evidente l'eterogeneità del fenomeno dell'*empty voting*, circostanza che rende arduo se non impossibile offrire un'univoca soluzione normativa del fenomeno.

Tornando al prestito titoli, il caso Generali ha riaperto il dibattito (per il momento esclusivamente giornalistico) tra chi ritiene che l'esercizio del voto con titoli ottenuti attraverso un contratto di prestito titoli debba essere considerato

¹⁹ ANNUNZIATA, *Brevi note in merito alla nuova disciplina delle "partecipazioni potenziali": verso quale disclosure?*, in *Giur. Comm.*, 2010, I, n. 4, p. 584 ss; GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi e rimedi*, in *Giur. Comm.*, 2017, II, p. 203 ss; FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in BALZARINI, CARCANO e VENTORUZZO (a cura di), *La società per azioni oggi*, Milano, 2006, p. 629 ss; SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, Milano 2017, p. 1 ss; HU e BLACK, *The new vote buying*, cit., p. 827 ss, i quali individuano oltre 20 casi di "*new vote buying*" dimostrando che si tratta di un fenomeno particolarmente attuale e diffuso nel settore finanziario. In particolare, i due autori osservano come la mancanza di regole sulla trasparenza in grado di intercettare tali comportamenti non permetta di avere piena contezza della diffusione del fenomeno. Per approfondire il tema del rapporto tradizionale tra voto e partecipazione sociale v. LUCANTONI, *Il voto in assemblea: Dall'organizzazione al mercato*, Torino, 2012, p. 65 ss.

²⁰ Per approfondire v. LENER, *Art. 83 sexies – Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto*, in *Commentario del codice civile. Delle promesse unilaterali. Dei titoli di credito*, Torino, 2015, p. 597 ss; • LENER, *Il tempo della detenzione delle azioni*, in MORERA e DE POLI (a cura di), *La rilevanza del tempo nel diritto bancario e finanziario*, Torino, 2017, p. 77 ss; LUCANTONI, *Il voto in assemblea*, cit., p. 141 ss.

²¹ Per una puntuale analisi delle molteplici forme e tecniche di *empty voting* cfr. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto*, cit., p. 6 ss.

vietato e chi ritiene che tale operazione sia invece del tutto lecita²². In assenza di una normativa specifica, di un sufficiente dibattito dottrinale e di alcuna pronuncia giudiziale esistono poche certezze e, di conseguenza, appare utile ricostruire ed analizzare criticamente le possibili e plausibili tesi e argomentazioni a sostegno di entrambe le diverse posizioni, al fine di individuare la soluzione più persuasiva e coerente.

4. Una delle più interessanti argomentazioni a sostegno dell'invalidità del voto esercitato per mezzo di azioni ottenute mediante contratto di prestito titoli è l'equiparazione di tale fattispecie con la c.d. *vendita del voto*²³.

Il tema della vendita del voto o, meglio, il tema dell'incommerciabilità del voto, ha stimolato una profonda riflessione e dibattito fin dall'inizio del '900 nella dottrina italiana²⁴. Per oltre un secolo la dottrina si è interrogata circa la liceità di tale pratica. L'orientamento tradizionale e maggioritario in dottrina ha ritenuto illecita la vendita del voto per la violazione del principio di inscindibilità tra potere e rischio²⁵ o in quanto in contrasto con la regola del buon costume e contrarietà all'ordine pubblico²⁶, ovvero in quanto in contrasto con l'interesse sociale²⁷.

²² *Economista Sapelli: "In battaglia Generali prestito titoli inquietante"*, su *Adnkronos*, 26 marzo 2022; *Generali: Fanni (Irfai), "prestito titoli Mediobanca speculativo, non suffragato da diritto societario"* su *Adnkronos*, 28 marzo 2022; *RIOLO, Il prestito titoli di Nagel su Trieste? Tanto rumore per nulla*, in *Milano Fiananza*, 20 novembre 2021.

²³ In questa sede, considerata la notevole complessità e vastità dell'argomento non sarà possibile ricostruire in modo completo ed esaustivo il tema della vendita del voto. Per approfondire v. *SCIMEMI, La vendita del voto nelle società per azioni*, 2003.

²⁴ Tra i più risalenti si segnala *VIVANTE, Gli azionisti non possono alienare o vincolare il loro diritto di voto*, in *Riv. dir. comm.*, 1914, I, n. 2, p. 173 ss, che affermava "sono d'avviso che il diritto di voto debba stare inscindibilmente unito alla proprietà dell'azione; che insomma l'alienazione del voto sia illegittima perché contraria all'ordine pubblico".

²⁵ *Ex multis VIVANTE, Gli azionisti*, cit., p. 174; *BIONE, Le azioni*, in *COLOMBO e PORTALE (a cura di), Trattato delle società per azioni*, Torino, vol. II, tomo II, 1991, P. 30; *VISENTINI, I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, n. 1, 1988, p. 16; *ANGELICI, Sulla "inscindibilità" della partecipazione azionaria*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1985, I, p. 128.

²⁶ *Ex multis COTTINO, Le convenzioni di voto nelle società commerciali*, Milano, 1958, p. 234 ss; *SALANDRA, Liceità dei patti relativi al voto nelle assemblee delle anonime* (nota a Cass. 28 luglio 1932), in *Ann. Dir. comp. stud. leg.*, 1937, II, vol XII, p. 79.; *RESCIO, I sindacati di voto*, in

Secondo tale dottrina un contratto che realizza una vendita di voto non potrebbe che essere considerato nullo per illiceità della causa ai sensi dell'art. 1343 cod. civ. o nullo per mancanza di causa, nel caso in cui il voto espresso sia in contrasto con l'interesse sociale²⁸. Si potrebbe, di conseguenza, sostenere che un contratto di prestito titoli non potrebbe che essere ugualmente sanzionato qualora l'unica finalità del contratto fosse quella di esercitare il voto in assemblea. Infatti, in una tale ipotesi, pur se con un contratto formalmente diverso e teoricamente lecito, si realizzerebbe un risultato sostanziale vietato dall'ordinamento e di conseguenza troverebbe applicazione l'art. 1344 cod. civ. con conseguente nullità del prestito titoli. Tale ricostruzione per quanto suggestiva, non convince pienamente per molteplici ragioni.

Innanzitutto, parte della dottrina²⁹ contesta l'equiparazione tra la vendita del

COLOMBO e PORTALE (a cura di), *Trattato delle società per azioni*, Torino, vol. III, 1994, p. 578; ROSSI, *Le condizioni del closing*, in BONELLI e DE ANDRÈ (a cura di), *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Milano, 1990, p. 177.

²⁷ *Ex multis* SENA, *Il voto nell'assemblea delle società per azioni*, Milano, 1961, p. 311; JAEGER, *Il problema delle convenzioni di voto*, in *Giur. Comm.* 1989, I, n. 2, p. 205; ID, *Ammissibilità e limiti dell'accordo di "cessione" del voto in cambio di "corrispettivo" (con considerazioni in merito alla c.d. "vendita del voto")* (nota a Cass., 22 ottobre 1996, n. 9191), in *Giur. comm.*, 1997, II, n. 3, p. 237.; LIBONATI, *Il problema della validità dei sindacati di voto: situazione attuale e prospettive*, in BONELLI e JAEGER (a cura di), *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, Milano, 1993, p. 18.

²⁸ Ritiene JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo*, cit., p. 237, che l'art. 2373 cod. civ., pur riguardando "gli effetti della vendita del voto sulla deliberazione dell'assemblea che venga impugnata [...] la soluzione accolta ha un'influenza decisiva anche sull'invalidità dell'accordo relativo al modo di esprimere il voto, in termini di disvalore (mancanza di causa)". JAEGER, ponendosi in una posizione intermedia, ritiene la vendita del voto non invalida ai sensi dell'art. 2373 cod. civ. nel caso in cui soddisfi un "interesse bensì personale, ma rientrante nella sfera degli interessi collettivi e sociali". L'art. 2373 cod. civ. troverebbe applicazione, invece, nel caso in cui la vendita del voto soddisfi "un interesse definibile come individuale ed extrasociale". Tale impostazione è tuttavia criticata da OPPO, *Patti parasociali: ancora una svolta legislativa*, in *riv. dir. civ.*, 1998, II, n. 3, p. 221 che ritiene che la vendita del voto possa essere resa illecita solo in caso di contrasto tra interesse sociale e l'interesse del cessionario del voto, e da SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit, p. 84, che ritiene che tale ragionamento se sviluppato fino in fondo non possa non portare alla nullità di tutte le convenzioni di voto ad eccezione dei patti di mera consultazione.

²⁹ Cfr. FERRARINI, *Prestito titoli*, cit., p. 637, il quale riprendendo le argomentazioni di HU e BLACK, *The new vote buying*, cit., p. 818, afferma che nel prestito titoli, a differenza di quanto avviene nella fattispecie della vendita del voto vi è un effettivo trasferimento del titolo azionario. Questa obiezione convince fino a un certo punto, pur essendo due figure tecnicamente differenti, la criticità in entrambe è nella causa del negozio, che è la medesima e che, qualora fosse ritenuta illecita, renderebbe nulli entrambi i negozi.

voto e il prestito titoli ritenendo che si tratti di figure differenti e che, di conseguenza, non sia possibile applicare per le due fattispecie la medesima disciplina della nullità.

Tuttavia, più convincente e significativo argomento si ritrova nella circostanza che, se anche con meno intensità e interesse rispetto al secolo scorso, il tema della liceità o illiceità della vendita del voto è ancora oggetto di dibattito. Autorevole dottrina sottolinea come, a differenza di altri ordinamenti stranieri³⁰, nel nostro non sia presente alcun divieto espresso di vendita del voto³¹. Nell'ordinamento civile, nei rapporti tra privati, l'autonomia privata rappresenta la regola, mentre il divieto rappresenta l'eccezione. Come recita il famoso broccardo "*Ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*". In assenza di un espresso divieto di vendita del voto e, a maggior ragione, in assenza di un divieto di esercizio del voto per mezzo di azioni ottenute mediante contratto di prestito titoli, tale operazione non potrà considerarsi vietata e dovrà, invece, essere considerata pienamente lecita.

Conferme, anche se timide e non esplicite, sembrano arrivare anche dalla giurisprudenza di legittimità. La prima sezione civile della Corte di Cassazione, con la sentenza 9191 del 22 ottobre 1996, ritenne lecito un accordo con il quale il socio di minoranza si impegnava con i soci di maggioranza a partecipare alla ricapitalizzazione della società in cambio di un corrispettivo pari a una determinata quota delle azioni oggetto della nuova emissione³².

5. Ulteriore spunto di riflessione circa il rapporto tra esercizio del voto e

³⁰ Come invece previsto nell'ordinamento francese dall'art.440-3 della legge 66-537 del 24 luglio 1966, o § 405, comma III, numeri 6 e 7, e comma IV dell'AktG nell'ordinamento tedesco o, ancora, l'art. 17, comma 3, lett c) del *Código das Sociedades Comerciais* nell'ordinamento portoghese.

³¹ *Ex multis* GATTI, *La rappresentanza del socio nell'assemblea*, Milano, 1975, p. 186; WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978, p. 124.; ROMANO PAVONI, *Le deliberazioni delle assemblee delle società commerciali*, Milano, 1951, p. 100; FERRI, *Le società*³, in VASSALLI (a cura di), *Trattato di diritto civile italiano*, Torino, 1987, p. 614 il quale parla di superamento del "*mito dell'incommerciabilità del voto*".

³² Per approfondimenti v. FERRARINI, *Prestito titoli*, cit. p. 637 e JAEGER, *Ammissibilità e limiti dell'accordo*, cit., p. 237 ss.

prestito titoli ci viene offerto dall'art. 2352, comma 1, cod. civ. nella parte in cui prevede che *“Nel caso di pegno o usufrutto sulle azioni, il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal custode.”*³³.

La norma dettata dall'articolo offre un interessante argomento relativo alla scissione tra proprietà economica ed esercizio del diritto di voto. La dottrina, infatti, si divide tra chi ritiene che la norma riconosca all'usufruttuario o al creditore pignoratizio una mera legittimazione ad esercitare il voto nei rapporti esterni con la società³⁴, riconoscendo al socio la “sostanziale” titolarità del diritto di voto e chi, contrariamente, riconosce al creditore o all'usufruttuario la legittimazione all'esercizio del voto sia nei rapporti interni con il socio che nei rapporti esterni³⁵, riconoscendo a questi la piena titolarità del diritto di voto. Accogliendo tale seconda ipotesi, che ad oggi appare maggioritaria³⁶, si riconoscerebbe un'ipotesi di scissione tra proprietà economica ed esercizio del diritto di voto esplicitamente consentita dal Codice civile che contribuirebbe a sdoganare la legittimità di tale fenomeno e, in particolare, dell'esercizio del voto relativo ad azioni ottenute attraverso un'operazione di prestito titoli³⁷.

6. Il d.l. 14 giugno 2014, n. 91, convertito in l. 11 agosto 2014, n.116 ha integralmente modificato l'art. 2351. comma 4, cod. civ. introducendo la possibilità,

³³ Per una interessante ricostruzione storica dell'istituto v. SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., p. 172, il quale ripercorre l'evoluzione dell'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale del fenomeno del voto relativo ad azioni sottoposte a pegno o usufrutto dal Codice del commercio ad oggi.

³⁴ Cfr. DI SABATO, *Manuale delle società*⁶, Torino, 1999, p. 191.

³⁵ Cfr. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – Profili procedurali*, Torino, 1990, p. 350 ss.

³⁶ SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., p. 177.

³⁷ Interessante notare come autorevole dottrina, SCIMEMI, *La vendita del voto*, cit., p. 189 ss, riconduca la possibilità prevista dall'art. 2353, comma 1, cod. civ., di stipulare una “convenzione contraria” relativa all'esercizio del diritto di voto in assemblea, alla vendita del voto. Pur negando la possibilità di trarre da tale norma l'ammissibilità generale di stipulare patti di voto ad efficacia reale, si riconosce che non esista alcuna ragione in grado di giustificare l'applicazione dell'art. 2373 cod. civ. in tali ipotesi.

prima radicalmente vietata, di emettere nelle società non quotate *azioni con diritto di voto plurimo*³⁸ e ha inserito l'art. 127-*quinquies* TUF che ha introdotto le *azioni a voto maggiorato*³⁹, deviando in modo radicale dal principio *one share, one vote*⁴⁰. Il superamento di tale principio realizza, in relazioni alle azioni a voto maggiorato o a voto multiplo, un'ipotesi affine allo scollamento tra proprietà economica e diritto di voto, conseguenza della sproporzione tra numero di voti espressi e numero di azioni. In tale prospettiva questa fattispecie espressamente prevista dall'ordinamento appare perfettamente assimilabile al fenomeno dell'*empty voting*.

Da tale circostanza si può trarre ulteriore conferma all'argomento per il quale nel nostro ordinamento non è presente un principio generale che vieti l'*empty voting*, e più nello specifico il voto con azioni ottenute a titolo di prestito titoli.

7. L'analisi del caso Generali ci offre un'ulteriore possibile ricostruzione, ossia la possibilità di ricondurre la fattispecie in esame all'ipotesi del sindacato di voto. Dalla cronaca⁴¹ emerge come la controparte di Mediobanca sia, o almeno così si presume, Bnp-Paribas e si suggerisce che questa abbia operato anche per conto di altri, non specificati, intermediari finanziari e assicurativi francesi. Naturalmente, l'assenza di ulteriori informazioni ci impedisce di esprimere valutazioni dotate di un

³⁸ Tali azioni, ai sensi dell'art. 2351, comma 4 cod. civ. consentono di esercitare fino a tre voti per titolo, "anche in ordine a particolari argomenti o subordinato al verificarsi di determinate condizioni non meramente potestative". Tale categoria di azioni non può essere emessa in società quotate ai sensi dell'art. 127-*sexies* TUF. Sono tuttavia fatte salve le azioni a voto plurimo emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato.

³⁹ L'art. 127-*quinquies* prevede che a tali azioni "sia attribuito voto maggiorato, fino a un massimo di due voti, per ciascuna azione appartenuta al medesimo soggetto per un periodo continuativo non inferiore a ventiquattro mesi"

⁴⁰ Per approfondimenti sul tema v. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, I, n. 5, 2015, p. 779 ss; GUIZZI, *La maggiorazione del diritto di voto nelle società quotate: qualche riflessione sistematica*, in *Corr. Giur.*, n. 2, 2015, p. 153 ss; PUPO, *Valore e uguaglianza delle azioni con voto plurimo*, in *Banca, impresa soc.*, n. 3, 2015, p. 443 ss.

⁴¹ BENNEWITZ, *Mediobanca, assist francese. È Bnp Paribas a prestare il 4,3% di Generali a Nagel*, in *La Repubblica*, 29 settembre 2021; OLIVIERI, *Mediobanca, per il prestito-titoli Generali la controparte è la francese Bnp*, in *Il Sole 24 Ore*, 30 settembre 2021.

sufficiente grado di certezza ma non ci impedisce di astrarre il caso concreto e di elaborare delle speculazioni utili ai fini riflessione giuridica sul tema del prestito titoli. Sarebbe possibile, infatti, ricondurre il caso concreto alla stipula di un patto di voto, solo dissimulata attraverso un prestito titoli. Si potrebbe ipotizzare, in una situazione affine a quella descritta, che delle istituzioni finanziarie, assicurative e bancarie, tutte socie di una determinata società loro concorrente, avendo delle difficoltà e delle remore a intervenire e votare nell'assemblea dei soci del *competitor*, ritengano opportuno e conveniente rivolgersi a un ulteriore socio, privo di tale imbarazzo ad intervenire in assemblea, accordandosi con esso circa il voto da esprimere in assemblea. Volendo inquadrare giuridicamente tale ipotesi, si potrebbe ritenere che tra i molteplici soci sia stato stipulato un patto parasociale relativo all'esercizio del voto e che, per evitare qualsiasi pubblico coinvolgimento, tale accordo sia stato dissimulato attraverso un contratto di prestito titoli⁴².

*“La simulazione è il fenomeno dell'apparenza contrattuale creata intenzionalmente”*⁴³. Nel caso preso in considerazione si configurerebbe un caso di simulazione assoluta. L'art. 1424, comma 1 cod. civ. statuisce che *“il contratto simulato non produce effetto tra le parti”*⁴⁴ e il secondo comma *“Se le parti hanno voluto concludere un contratto diverso da quello apparente, ha effetto tra esse il contratto dissimulato, purché ne sussistano i requisiti di sostanza e di forma”*. Ancora, l'art. 1415, comma 3, si afferma che *“I terzi possono far valere la simulazione in confronto delle parti, quando essa pregiudica i loro diritti”*. Nel caso in esame, quindi, i soci danneggiati dal voto operato attraverso le azioni ottenute per mezzo del contratto di prestito titoli ben potrebbero esercitare l'azione di

⁴² Si tratta di una astrazione, non fondata su elementi concreti, ma finalizzata solo a offrire una riflessione giuridica sul tema del rapporto tra prestito titoli ed esercizio del diritto di voto.

⁴³ BIANCA, *Diritto Civile. III. Il contratto*³, Milano, 2019, p. 652.

⁴⁴ Opinione prevalente ritiene che l'articolo preveda un'ipotesi di nullità. In tal senso, *ex multis*, v. FERRARA, *Della simulazione nei negozi giuridici*⁵, Roma, 1922, p. 243. Di diverso avviso BIANCA, *Diritto Civile*, cit.p. 653, il quale ritiene che sia maggiormente appropriato parlare di inefficacia e non di nullità.

simulazione per far valere il patto parasociale dissimulato. Il patto parasociale dissimulato sarebbe astrattamente valido in quanto il legislatore prevede che tali patti possano essere stipulati in qualsiasi forma, come previsto dal dettato normativo dell'art. 2341-*bis*, comma 1, cod. civ.

L'ordinamento italiano prevede una specifica disciplina dei patti parasociali relativamente alle società quotate sulle quali gravano determinati obblighi di trasparenza, necessari per garantire il funzionamento del mercato e la tutela degli investitori⁴⁵. Le conseguenze di una tale ipotesi ricostruttiva del prestito titoli prevedono, ai sensi dell'articolo 122 TUF, comma 1 che gli accordi aventi ad oggetto l'esercizio di voto⁴⁶, in qualsiasi forma siano stati essi stipulati, debbano essere, nel termine perentorio di cinque giorni: (i) comunicati alla Consob; (ii) pubblicati per estratto sulla stampa quotidiana; (iii) depositati presso il registro delle imprese del luogo ove la società ha la sua sede legale; (iv) comunicati alle società con azioni quotate.

Tali obblighi rappresentano, ai sensi del terzo comma, una *condicio iuris* di validità del patto parasociale, in assenza dei quali l'accordo è sanzionato con la nullità⁴⁷. Il quarto comma, inoltre, prevede la sospensione del diritto di voto relativo alle azioni oggetto del patto parasociale⁴⁸ e la conseguente impugnabilità delle

⁴⁵ ROSSI, *Le diverse prospettive dei sindacati azionari nelle società quotate e in quelle non quotate*, in *Sindacati di voto e sindacati di blocco*, cit., p. 51 ss.

⁴⁶ Limitatamente a quei patti che aggregano una quota del capitale sociale superiore al 3%, come previsto dall'art. 122, comma 5-*ter*, TUF.

⁴⁷ CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2. Diritto delle Società*¹⁰, Milano, 2020, p. 343 ss, il quale osserva che decorso il termine perentorio previsto dall'art. 122 TUF non sia più possibile alcuna sanatoria. In senso conforme anche COSTI, *Il mercato mobiliare*¹², Torino, 2020, p. 323 Ss; MONTALENTI, *La società quotata*, in COTTINO (a cura di) *Trattato di diritto commerciale*, vol. IV, tomo II. Padova, 2004, p. 128; PINNARÒ, *I patti parasociali*, in PATRONI GRIFFI, SANDULLI e SANTORO (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate. Commento sistematico al «Testo Unico» delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Torino, 1999, p. 815; CHIONNA, *La pubblicità dei patti parasociali*, Milano, 2008, p. 64. In senso contrario OPPO, *Patti parasociali*, cit., p. 219.

Oltre alla nullità in caso di mancata pubblicità del patto parasociale sono previste le sanzioni amministrative disposte *ex art.* 193, comma 2 TUF.

⁴⁸CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2*, cit., 343.

delibere assembleari da parte dei soci assenti ma anche da parte della CONSOB, come previsto dal quarto comma.

Di conseguenza, volendo applicare fino in fondo questi principi e queste norme, saranno esercitabili nei confronti delle delibere assembleari approvate con i voti relativi alle azioni ottenute attraverso un contratto di prestito titoli, dissimulante un sindacato di voto, i rimedi demolitori previsti dall'ordinamento societario⁴⁹.

Tale soluzione appare sostanzialmente e formalmente corretta, tuttavia non rappresenta in alcun modo un rimedio generalizzato in caso di voto con azioni ottenute mediante prestito titoli. Sarà sempre necessario un intervento dell'autorità giudiziaria al fine di accertare la sussistenza in concreto dei criteri previsti dal Codice civile in materia di simulazione del contratto.

8. Occorre, prima di concludere, per avere una panoramica completa sul fenomeno del prestito titoli e del diritto di voto, analizzare un ulteriore spunto che il caso Generali ci offre, ossia il modello contrattuale impiegato per concludere l'operazione di prestito titoli. Si tratta del c.d. *Global Master Securities Lending Agreement* (GMLA) elaborato dalla *International Securities Lending Association* (ISLA), ad oggi uno degli *standard* contrattuali più utilizzato in tema di prestito titoli.⁵⁰

La clausola 14 di tale accordo prevede espressamente che:

14. BORROWER'S WARRANTIES

14. GARANZIE DEL DEBITORE

Each Party hereby warrants

Ciascuna Parte garantisce e si

and undertakes to the other on a impegna nei confronti dell'altra su

⁴⁹ Appare tuttavia evidente che a differenza della nullità, l'annullabilità delle delibere viziose risulta un rimedio decisamente meno intenso, in particolare considerando il breve termine di decadenza di novanta giorni previsto dall'art. 2377, comma 2, cod. civ. Per approfondire v. LENER e TUCCI, *Società per azioni: L'assemblea*, Torino, 2012, 235.

⁵⁰ Comunicazione CONSOB n. DEM/7091047 dell'11-10-2007

continuing basis to the intent that such warranties shall survive the completion of any transaction contemplated herein that, where acting as a Borrower:

[...]

(e) it is not entering into a Loan

for the primary purpose of obtaining or exercising voting rights in respect of the Loaned Securities.

base continuativa con l'intento che tali garanzie sopravvivano al completamento di qualsiasi transazione contemplata nel presente documento che, quando agisce in qualità di Mutuatario:

[...]

(e) non sta stipulando un Prestito con lo scopo principale di ottenere o esercitare diritti di voto in relazione ai Titoli Prestati.⁵¹

Nel caso in cui venisse accertato che l'operazione di prestito titoli realizzata da Mediobanca fosse finalizzata al solo esercizio del voto in assemblea, detta clausola sarebbe stata violata⁵²

Ricostruire in modo completo le conseguenze di tale presunto inadempimento, considerato anche l'intrecciarsi della vicenda con il diritto inglese, non è possibile in questa sede; tuttavia, appare difficile affermare che da una tale circostanza possa prodursi come effetto l'invalidità del voto espresso in assemblea. La violazione del contratto stipulato secondo lo *standard* del GMLA potrà determinare di certo l'insorgere di una responsabilità risarcitoria da inadempimento, ma appare difficile che possa invalidare il voto o produrre qualsivoglia effetto verso i terzi⁵³.

⁵¹ Traduzione ad opera dell'autore

⁵² Determinata circostanza appare impossibile da ricostruire dall'esterno richiedendo documenti e informazioni non note al pubblico.

⁵³ Si potrebbe, tuttavia obiettare facendo riferimento al c.d. *mutuo di scopo*. Si tratta di contratti di mutuo in cui è "[...] *strutturalmente previsto, per la sua validità, che la somma erogata dall'istituto mutuante debba essere destinata a una specifica finalità che il mutuatario sia tenuto a perseguire [...] e il requisito per tale sua classificazione è l'esistenza di un interesse (anche) del mutuante, e*

Anche alla luce di tale profilo, l'esercizio del voto in assemblea Generali appare valido e non sindacabile.

9. Alla luce di quanto fino ad ora analizzato appare evidente che non sussistano chiari margini per affermare un principio generale di invalidità del voto espresso per mezzo di azioni ottenute mediante un contratto di prestito titoli. Per quanto controversa, tale pratica non appare quindi vietata. Naturalmente sarà possibile, qualora sussistano i presupposti, agire per dimostrare un'eventuale simulazione di un sindacato di voto, ma tale rimane una circostanza da valutare caso per caso e di certo non rappresenta un rimedio di natura generale.

Nonostante possa essere ritenuto opportuno intervenire in via normativa per contenere e gestire il fenomeno, tuttavia, non appare convincente l'ipotesi di vietare la pratica e porre così *de facto* un significativo limite all'autonomia privata, anche in considerazione della rilevanza relativamente modesta del fenomeno fino ad oggi. Ad una soluzione tanto drastica e, con buona probabilità, sproporzionata, sarebbe preferibile un approccio meno rigido che intervenga sul versante della trasparenza, ponendo al contempo dei presidi finalizzati a impedire l'insorgere di conflitti di interessi⁵⁴. D'altra parte, votare con delle azioni ottenute con un contratto di prestito titoli non presuppone necessariamente la presenza di un

non solo del mutuatario, alla destinazione delle somme" (Cass., 14 aprile 2021, n. 9838). La consolidata giurisprudenza della Cassazione ritiene che quando le somme ottenute a titolo di mutuo vengano impiegate per finalità differenti da quelle convenzionalmente pattuite, il contratto sia nullo (*ex multis* Cass., 21 ottobre 2019, n. 26770). Tale analogia non convince; il prestito titoli non è strutturalmente caratterizzato da alcun interesse del *lender* circa l'impiego dei titoli, la previsione del GMLA appare più come una clausola accessoria del contratto che come specifica finalità da perseguire.

⁵⁴ Si pensi al c.d. caso *Perry-Mylan*, in cui la *Perry Corporation*, importante azionista della *King Pharmaceutical*, avendo interesse alla fusione tra la *King* e la *Mylan Laboratories*, per impedire che l'operazione fallisse a causa dell'opposizione di alcuni soci della *Mylan*, raccolse il 9,9% delle azioni della *Mylan* stipulando alcuni *equity swap*. L'operazione poi non venne portata a compimento a causa della scoperta di alcune irregolarità contabili e la conseguente rinuncia al progetto di fusione. Nonostante, la vicenda in questione sia stata realizzata con il ricorso a strumenti derivati e non al prestito titoli, le criticità, come evidente sono sovrapponibili e sussistono i medesimi rischi di conflitto di interessi. Per ulteriori approfondimenti su questo ed altri casi v. HU e BLACK, *The new vote buying*, cit., p. 828 ss.

conflitto di interessi, e non si comprende per quale motivo dovrebbero essere intrinsecamente nocive per la società⁵⁵. In caso di voto espresso in contrasto di interessi e in danno della società, a prescindere dal prestito titoli, il nostro ordinamento prevede già dei presidi di tutela⁵⁶ che potrebbero essere ulteriormente rafforzati attraverso un potenziamento dei presidi di trasparenza

Gianpaolo Panetta

*Dottorando di ricerca in Diritto Commerciale e dei Mercati Finanziari
nell'Università degli Studi di Roma Tor Vergata*

⁵⁵ Nello stesso senso v. SCANO, *Conflicts of Interest in Modern Financial Markets: The Case of Empty Voting*, in *riv. soc.*, I, n. 1, 2013, p. 186 ss. In senso contrario v. MARTIN, PARTNOY, *Encumbered Shares*, in *University of Illinois Law Review*, 2005,794; HU e BLACK, *Equity and Debt Decoupling and Empty Voting II, Importance and Extensions*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 156, 2008, p. 702.

⁵⁶ Tra tutti, l'art. 2373 cod. civ. Per approfondire v. LENER e TUCCI, *Società per azioni*, cit.,p. 269 ss.

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

CASSAZIONE CIVILE
10 AGOSTO 2022, N. 24654

LA CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE
SEZIONE PRIMA CIVILE

(OMISSIS) FATTI DI CAUSA

1. (OMISSIS) soc. coop. - in seguito (OMISSIS) - ha convenuto in giudizio innanzi al Tribunale di Roma (OMISSIS) s.p.a. chiedendo dichiararsi la nullità, l'annullamento o la risoluzione per inadempimento di due contratti aventi ad oggetto derivati stipulati l'8 febbraio 2007 il 30 settembre 2008, con condanna della convenuta sia alla restituzione delle somme indebitamente riscosse quali flussi periodici e commissioni indebite, sia al risarcimento dei danni subiti. L'attrice ha dedotto la nullità dei due contratti per difetto di valido contratto quadro e per difetto di causa; ha inoltre allegato l'inadempimento della banca rispetto agli obblighi informativi circa l'esatta natura e l'adeguatezza delle operazioni, nonché la situazione di conflitto di interessi in cui versava l'intermediario, che aveva pure violato, a suo dire, l'obbligo contrattualmente assunto di segnalare le perdite che avessero superato la soglia concordata.

La banca si è costituita in giudizio contestando la fondatezza delle domande attrici, di cui ha chiesto il rigetto.

Il Tribunale ha respinto la domanda.

2. (OMISSIS) ha proposto gravame, cui ha resistito la (OMISSIS).

La Corte di appello di Roma ha rigettato l'impugnazione.

3. Ricorre per Cassazione, facendo valere sette motivi di censura, la stessa (OMISSIS). Resiste con controricorso la (OMISSIS). Sono state depositate memorie. Il Pubblico Ministero ha concluso per l'accoglimento del quinto motivo di ricorso.

RAGIONI DELLA DECISIONE

1. Il primo motivo oppone la violazione o falsa applicazione dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 e dell'art. 21 t.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998). Viene lamentato che la sentenza impugnata abbia equiparato il testo contenuto nella clausola contrattuale di cui all'art. 6 del primo contratto, redatto in lingua inglese, alla dichiarazione di cui all'art. 31 del cit. reg. Consob; si deduce che tale dichiarazione è soggetta a una disciplina legislativa che richiede, al fine indicato, precisi elementi (preesistenza, specificità, chiarezza e provenienza dal legale rappresentante della società investitrice). Si oppone che la dichiarazione resa non si conformerebbe a tali prescrizioni, con la conseguenza che, inefficace la clausola, il primo contratto sarebbe nullo in quanto concluso in assenza di previa stipula del contratto quadro. Si sostiene, inoltre, che il contratto in questione sarebbe comunque suscettibile di risoluzione per inadempimento, avendo riguardo alla mancata prestazione di attività informativa e all'inadeguatezza delle operazioni poste in atto.

Il motivo è infondato.

A norma dell'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, applicabile *ratione temporis* al primo contratto, rientra tra gli operatori qualificati ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante.

La Corte di appello ha osservato che la dichiarazione relativa alla natura qualificata dell'operatore era contenuta, quanto al primo contratto, nell'art. 6 del testo negoziale: dichiarazione che, sebbene redatta in lingua inglese, risultava essere "chiaramente e facilmente riconducibile nel suo contenuto a quanto richiamato al capoverso dell'art. 31" del citato reg. Consob.

La ricorrente censura tale affermazione contestando, anzitutto, che la dichiarazione in questione non risulterebbe essere preesistente al contratto: ma il rilievo è innanzitutto ingiustificato sul piano letterale, giacché la norma regolamentare non richiede che la dichiarazione scritta di cui trattasi sia redatta anteriormente al perfezionamento del negozio; essa è, inoltre, ingiustificata avendo riguardo alla ratio della disposizione che, come già osservato da questa Corte - sebbene con riguardo all'analoga prescrizione contenuta nell'art. 13 reg. Consob n. 587/1991 - è volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza

della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto (così Cass. 26 maggio 2009, n. 12138, in motivazione).

Per le medesime ragioni deve escludersi che la dichiarazione dovesse essere circostanziata attraverso l'indicazione delle "operazioni di investimento rispetto alle quali (OMISSIS) Far.Me intendeva essere considerata un operatore qualificato". La nozione di operatore qualificato ha del resto un contenuto unitario e non compete all'investitore individuare la tipologia delle operazioni finanziarie cui esso debba essere riferito. La disciplina dell'art. 31, comma 2, del reg. Consob n. 11522/1998 richiede, puramente e semplicemente, una dichiarazione circa il possesso, da parte della società amministrata, della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in strumenti finanziari; e tale dichiarazione ha l'effetto di esonerare l'intermediario dall'obbligo di effettuare per suo conto ulteriori verifiche al riguardo, gravando sull'investitore l'onere di provare elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario (Cass. 4 aprile 2018, n. 8343).

Quanto alla deduzione secondo cui la dichiarazione più volte richiamata non sarebbe stata sottoscritta dal legale rappresentante della società, si osserva quanto segue. La Corte di merito ha evidenziato che la società appellante non aveva mai contestato la validità - sotto il profilo della mancanza del consenso, siccome espresso da soggetto non legittimato a impegnare la società - del contratto di investimento: onde, a suo avviso, risultava "evidentemente impropria e strumentale la pretesa di 'scomporre' il testo contrattuale 'limitando l'inefficacia della sottoscrizione alla dichiarazione di cui all'art. 31 del reg. Consob n. 11522/1998". Se ne ricava che il Giudice di appello abbia tratto argomenti di prova dalla condotta processuale dell'odierna ricorrente, reputando, in sintesi, non potersi dubitare, in ragione del detto comportamento, che il contratto, con la dichiarazione in esso contenuta, promanesse da soggetto munito del potere di impegnare la società nei confronti dei terzi.

(OMISSIS) fa pure questione, col primo motivo in esame, della mancata approvazione per iscritto, a norma degli artt. 1341 e 1342 c.c., della dichiarazione in contestazione. Ma, a prescindere da ogni ulteriore profilo, la questione non risulta essere stata sottoposta alla Corte di appello e, come è noto, il giudizio sulla necessità che una clausola contrattuale sia specificamente approvata per iscritto non può essere compiuto per la prima volta in sede di legittimità (Cass. 30 marzo 2022, n. 10258; Cass. 9 giugno 2005, n. 12125).

In presenza della dichiarazione di cui all'art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11552/1998 resta ovviamente esclusa, in forza del comma 1 dello stesso articolo, non solo l'applicabilità della disciplina sulla stipula del contratto quadro (art. 30, comma 1), ma anche quella sugli obblighi informativi e sull'adeguatezza delle operazioni di cui ai precedenti artt. 28 e 29: sicché l'istante non può dolersi della mancata risoluzione del contratto per inadempimenti dell'intermediario a quegli obblighi.

2. Col secondo motivo si oppone l'omesso esame circa un fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti. La sentenza viene censurata per aver mancato la Corte di merito di esaminare la questione, posta dalla ricorrente, circa l'ambito di operatività delle dichiarazioni da questa rese come cliente professionale, con riferimento al secondo contratto di swap. Si deduce, in particolare, che il Giudice di appello avrebbe omesso di pronunciarsi sulla prospettata inidoneità delle dette dichiarazioni a giustificare la stipula di un contratto con finalità speculativa.

Il motivo va disatteso.

Il vizio denunciato non è riconducibile a quello di cui all'art. 360 c.p.c., n. 5, preannunciato in rubrica, dal momento che la società istante non lamenta l'omesso esame di un fatto storico, primario o secondario (secondo l'insegnamento di Cass. Sez. U. 7 aprile 2014, n. 8053 e Cass. Sez. U. 7 aprile 2014, n. 8054), quanto, semmai, la mancata pronuncia su di una censura di appello: e infatti, a pag. 18 del ricorso (OMISSIS) prospetta la violazione del principio tra chiesto e pronunciato (art. 112 c.p.c.). Anche così declinata, però, la censura non coglie nel segno. La ricorrente lamenta, in poche parole, che la profilatura del cliente operata in virtù del "questionario persone giuridiche" non avrebbe consentito la stipula del secondo contratto di swap, definito come derivato "esotico". La Corte di appello ha tuttavia respinto il primo motivo di gravame anche con riguardo al tema del suddetto questionario (pag. 13 della sentenza impugnata). Tanto è sufficiente per escludere che ricorra il vizio di omessa pronuncia: come è noto, infatti, ad integrare gli estremi del vizio di omessa pronuncia non basta la mancanza di un'espressa statuizione del giudice, essendo necessaria la totale pretermissione del provvedimento che si palesa indispensabile alla soluzione del caso concreto; tale vizio, pertanto, non ricorre quando la decisione, adottata in contrasto con la pretesa fatta valere

dalla parte, ne comporti il rigetto o la non esaminabilità pur in assenza di una specifica argomentazione (Cass. 29 gennaio 2021, n. 2151; Cass. 9 maggio 2007, n. 10636).

Per completezza, mette conto di osservare che la dichiarazione ex art. 31, comma 2, reg. Consob n. 11522/1998, resa con riferimento al primo contratto di swap, ha avuto l'effetto di esonerare l'intermediario dagli obblighi informativi anche con riguardo al secondo, integrando, come è evidente, la condizione prevista: e cioè l'attestazione circa "il possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante".

3. Il terzo mezzo oppone la violazione e falsa applicazione degli artt. 2697 c.c. e 115 c.p.c. Rileva la ricorrente che al momento della decisione della controversia in appello la banca non aveva prodotto il fascicolo di primo grado. Si lamenta, quindi, che la decisione sia stata assunta sulla scorta di documenti non acquisiti al giudizio di gravame.

Il motivo non merita accoglimento.

La questione del mancato deposito del fascicolo si era posta con riferimento alla profilatura dell'investitore e, segnatamente, con riguardo al tema della esperienza maturata da (OMISSIS) in materia di strumenti derivati: aspetto della controversia, questo, che spiegava influenza sulla decisione, avendo riguardo al principio, evocato nella sentenza, per cui ai fini dell'appartenenza del soggetto, che stipula il contratto con l'intermediario finanziario, alla categoria degli operatori qualificati, è sufficiente l'espressa dichiarazione per iscritto da parte dello stesso (quale società o persona giuridica) di disporre della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari e questa esonera l'intermediario dall'obbligo di ulteriori verifiche, ma solo in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in suo possesso (Cass. 26 maggio 2009, n. 12138). La Corte di appello ha osservato, al riguardo, essere pacifico che, al momento della sottoscrizione di due contratti oggetto di causa, la società avesse già una rilevante operatività di strumenti finanziari derivati, avendone sottoscritti ben dieci tra il 2001 e il 2005, per importi consistenti e a condizioni di fatto sostanzialmente non differenti da quelle di cui si dibatteva in giudizio.

Ora, l'acquisizione del fascicolo d'ufficio di primo grado, ai sensi dell'art. 347 c.p.c., non costituisce condizione essenziale per la validità del giudizio d'appello, con la conseguenza che la relativa omissione non determina un vizio del procedimento o della sentenza di secondo grado,

bensi, al più, il vizio di difetto di motivazione, a condizione che venga specificamente prospettato che da detto fascicolo il giudice d'appello avrebbe potuto o dovuto trarre elementi decisivi per la decisione della causa, non rilevabili aliunde ed esplicitati dalla parte interessata (Cass. 4 aprile 2019, n. 9498; Cass. 7 agosto 2018, n. 20631).

Parte ricorrente si riporta al principio per cui i documenti in primo grado non possono ritenersi definitivamente acquisiti al processo, occorrendo - invece - che la parte vittoriosa li produca in appello, potendo il giudice del gravame decidere la causa sulla sola base delle prove che siano ritualmente e direttamente sottoposte al suo esame in sede di decisione. La censura è però anzitutto non concludente, in quanto l'istante manca di indicare in qual modo la mancata acquisizione, in appello, dei documenti già prodotti in primo grado pregiudicasse l'accertamento cui è pervenuta la Corte di merito. E' anzi da sottolineare, al riguardo, come la sentenza impugnata abbia considerato non decisiva, ai fini della prova della conoscenza delle modalità operative dei derivati da parte del responsabile di (OMISSIS), la mancata produzione dello scambio di mail intercorso tra la detta società e la (OMISSIS), osservando che il contenuto delle dette corrispondenze era stato riprodotto dall'odierna controricorrente nella comparsa di appello e risultava, in sintesi, non contestato (cfr. pag. 12 della sentenza). Ma il motivo è pure privo di fondamento. Infatti, nel vigente ordinamento processuale, il giudizio d'appello non può più dirsi, come un tempo, un riesame pieno nel merito della decisione impugnata (*novum iudicium*), ma ha assunto le caratteristiche di una impugnazione a critica vincolata (*revisio prioris instantiae*). Ne consegue che l'appellante assume sempre la veste di attore rispetto al giudizio d'appello, e su di lui ricade l'onere di dimostrare la fondatezza dei propri motivi di gravame, quale che sia stata la posizione processuale di attore o convenuto assunta nel giudizio di primo grado. Pertanto, ove l'appellante si dolga dell'erronea valutazione, da parte del primo giudice, di documenti prodotti dalla

controparte e da questi non depositati in appello, ha l'onere di estrarne copia ai sensi dell'art. 76 disp. att. c.p.c. e di produrli in sede di gravame (Cass. Sez. U. 8 febbraio 2013, n. 3033; in senso conforme, di recente: Cass. 17 dicembre 2021, n. 40606). Era quindi (OMISSIS) ad essere onerata della produzione, in appello, della documentazione in questione, come lo era, del resto, anche in primo grado, stante il rilascio della dichiarazione quanto al possesso di competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari, di cui si è detto.

4. Col quarto motivo la sentenza impugnata è censurata per omesso esame fatto decisivo per il giudizio che è stato oggetto di discussione tra le parti. Si lamenta che il Giudice di appello abbia mancato di scrutinare alcune questioni giuridiche che gli erano state sottoposte, relative alla domanda di risoluzione dei contratti di swap per inadempimento della banca agli obblighi di legge e regolamentari posti a suo carico; si evocano in particolare i temi del conflitto di interessi e della violazione dell'art. 21 t.u.f..

Il motivo è infondato.

Anche in questo caso la doglianza non investe l'omesso esame di fatti decisivi, a norma dell'art. 360 c.p.c., n. 5. Ma - pure qui - non si delinea nemmeno il vizio di omesso pronuncia del Giudice di appello, dal momento che l'accertamento, in capo alla società investitrice, della veste di operatore qualificato precludeva, come si è detto, l'applicazione della disciplina regolamentare in tema di conflitto di interessi e di obblighi informativi. In tal senso, la statuizione che si assume mancata è da considerarsi oggetto di un implicito assorbimento. Ebbene, il vizio d'omessa pronuncia, configurabile allorché manchi completamente il provvedimento del giudice indispensabile per la soluzione del caso concreto, deve essere escluso, pur in assenza di una specifica argomentazione, in relazione ad una questione implicitamente o esplicitamente assorbita in altre statuizioni della sentenza (Cass. 16 gennaio 2016, n. 1360; cfr. pure: Cass. 2 luglio 2021, n. 18832; Cass. 3 febbraio 2020, n. 2334): in tal caso, infatti, la decisione assorbente permette di ravvisare la decisione implicita (di rigetto oppure di accoglimento) anche sulle questioni assorbite, la cui motivazione è proprio quella dell'assorbimento (Cass. 19 dicembre 2019, n. 33764; Cass. 12 novembre 2018, n. 28995; Cass. 27 dicembre 2013, n. 28663).

5. Il quinto motivo denuncia la violazione o falsa applicazione degli artt. 1323 e 1418 c.c., oltre che dell'art. 21 t.u.f.. Si assume che, contrariamente a quanto affermato nella sentenza impugnata, gli obblighi di informazione e di trasparenza della banca imponevano a questa di fornire una chiara indicazione dei reali costi dell'operazione: costi che incidevano sull'oggetto del contratto, "sia sotto il profilo della pattuizione del compenso della banca, sia sotto il profilo dell'esatta determinazione delle alee rispettivamente assunte".

Col sesto motivo si lamenta la violazione o falsa applicazione degli artt. 1323 e 1418 c.c.. Si deduce l'erroneità della sentenza per violazione dei principi dettati in materia di causa del

contratto anche nella parte in cui la stessa sostiene che la valutazione dell'impossibilità di funzionamento dei derivati in termini di copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse sarebbe effettuabile solo ex post dovrebbe risolversi nella generica impossibilità di funzionamento del contratto. Si deduce che i due contratti di swap erano nulli anche per mancanza di causa e che il profilo della violazione dei doveri di correttezza e trasparenza si aggiungeva a tale profilo di nullità, senza escluderlo.

I due motivi, che si prestano a una trattazione congiunta, sono fondati nei termini che si vengono a esporre.

La Corte di appello ha escluso che la violazione di regole di condotta gravanti sull'intermediario, e afferenti l'informazione sul derivato potesse determinare la nullità del contratto concluso tra il detto soggetto e l'investitore. Ha precisato che l'occultamento di costi a svantaggio del cliente, tanto per una valutazione iniziale sfavorevole all'investitore (*mark to market* negativo), quanto per l'apparente erogazione di somme a parziale indennizzo della posizione sfavorevole assunta dal cliente (*upfront*), rileverebbe, "nella normalità dei casi, sul piano della violazione delle regole di condotta, sia in punto di obblighi informativi, sia, ove l'intermediario collochi in contropartita diretta i prodotti derivati, in relazione al conflitto di interessi".

Il Giudice del gravame ha inteso quindi escludere che il profilo relativo all'implicazione, nelle operazioni in derivati, di costi occulti, quali quelli lamentati, nel giudizio di merito, dalla società investitrice (cfr. sentenza impugnata, pag. 16), si ripercuotesse sulla validità del contratto.

Una tale conclusione non è conforme alla giurisprudenza che questa Corte ha espresso nella sua articolazione più autorevole. Le Sezioni Unite hanno infatti avuto modo di precisare che, in tema di *interest rate swap*, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al *mark to market*, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se

impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo (Cass. Sez. U. 12 maggio 2020, n. 8770).

Il Collegio, pur consapevole che la materia prospetta profili di delicata complessità, come evidenziato dalla banca controricorrente nella propria memoria, reputa condivisibile ex art. 374, comma 3, c.p.c. il richiamato principio di diritto, il quale colloca sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore a fronte di un'operazione in derivati connotata da costi occulti: nullità che - è bene precisare - non è quella, virtuale (art. 1418 c.c., comma 1), di cui si sono occupate due ben note pronunce delle Sezioni Unite (Cass. Sez. U. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725) per escludere che essa abbia a prospettarsi in caso di inosservanza degli obblighi informativi da parte dell'intermediario, ma una nullità strutturale (art. 1418, comma 2, c.c.), inerente ad elementi essenziali del contratto (nella pronuncia del 2020 si richiama, a tale proposito, l'oggetto - punto 9.8 -, ma anche la causa del negozio: cfr., segnatamente, punto 9.3 della sentenza). In tale prospettiva, la sentenza impugnata, che ha escluso in radice il vizio genetico degli swap oggetto di giudizio, merita censura.

6. Il settimo motivo prospetta la violazione o falsa applicazione dell'art. 92, commi 1 e 2, c.p.c.. Si assume che la complessità delle questioni trattate avrebbe giustificato la deroga al principio di soccombenza.

Il mezzo resta assorbito, stante l'accoglimento del quinto e del sesto motivo.

7. In conclusione, la sentenza va cassata in relazione a tali mezzi censura e la causa rinviata alla Corte di Roma che in diversa composizione statuirà anche sulle spese del giudizio di legittimità.

P.Q.M.

La Corte accoglie il quinto e il sesto motivo; dichiara assorbito il settimo; respinge i restanti; cassa la sentenza impugnata in relazione ai motivi accolti e rinvia alla Corte di appello di Roma, in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di legittimità.

Così deciso in Roma, il 17 giugno 2022.

Depositato in Cancelleria il 10 agosto 2022

LA NULLITÀ STRUTTURALE DEI DERIVATI IN PRESENZA DI COSTI OCCULTI: TRA CONFERME GIURISPRUDENZIALI E PERSISTENTI DUBBI INTERPRETATIVI *

(The structural invalidity of derivative contracts in the presence of hidden costs: between jurisprudential confirmations and persistent interpretative doubts)

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. La vicenda giudiziaria. – 3. *Ratio* ed effetti della dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato in materia di contratti derivati. – 4. La qualificazione dogmatica dei contratti *Interest Rate Swap* (IRS). – 5. Il ritorno della Cassazione sull'invalidità degli IRS: l'alea razionale e la conferma dei principi dettati con la sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite. – 6. Osservazioni conclusive.

1. Con l'ordinanza n. 24654 del 10 agosto 2022 in epigrafe, la Sezione I Civile della Corte di Cassazione è tornata ad analizzare gli elementi essenziali del contratto finanziario derivato e i relativi rimedi civilistici applicabili.

Secondo la Suprema Corte, il contratto su derivati *Interest Rate Swap* (IRS), che si basa su un'operazione contenente costi occulti, è sanzionato con la nullità, poiché i costi impliciti comportano una invalidità "strutturale" nell'accordo, inerente ad elementi essenziali del contratto *swap*. Il giudizio ritiene "*condivisibile ex art. 374, comma 3, c.p.c. il richiamato principio di diritto, il quale colloca sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore a fronte di un'operazione in derivati connotata da costi occulti [...]*"¹. I costi occulti provocano una "*nullità strutturale (art. 1418, comma 2, c.c.), inerente ad elementi essenziali del contratto*".

Con la presente ordinanza quindi la Cassazione, pur nella consapevolezza che la materia prospetta profili di delicata complessità dibattuti nel corso degli anni

*Contributo approvato dai revisori.

¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 5.

soprattutto in dottrina², ha ritenuto condivisibile il citato principio di diritto introdotto già data dalle Sezioni Unite Civili con la sentenza n. 8770 del 12 maggio 2020 il quale pone sul piano della nullità del contratto la tutela dell'investitore in ragione di un'operazione in derivati connotata da costi occulti. Si tratta pertanto di un approdo di fondamentale importanza all'interno del contenzioso bancario in materia di operazioni su contratti derivati IRS³.

2. In punto di fatto, una società cooperativa contestava dinanzi al Tribunale di Roma la validità di due contratti finanziari derivati c.d. *Interest Rate Swap* con la richiesta di condannare la banca convenuta sia alla restituzione delle somme rimosse indebitamente (flussi periodici e commissioni indebite), sia al risarcimento dei danni subiti. Veniva dedotta in particolare la nullità dei derivati per difetto di un valido contratto-quadro e per mancanza di causa e veniva allegato l'inadempimento della banca rispetto a tutti gli obblighi informativi circa l'esatta natura e l'adeguatezza delle operazioni finanziarie oggetto di lite, nonché la situazione di conflitto di interessi in cui versava l'intermediario, che aveva pure violato, secondo la ricorrente, l'obbligo contrattualmente assunto di segnalare le perdite che avessero superato la soglia concordata. La banca, costituendosi in giudizio, chiedeva il rigetto delle domande avversarie perché ritenute infondate. Il Tribunale respingeva tutte le richieste di parte attrice, che azionava successivamente gravame. La Corte di Appello di Roma rigettava l'impugnazione, dando origine al ricorso per Cassazione della società operante in strumenti finanziari derivati. Nel giudizio in esame la Corte accoglieva il quinto e il sesto motivo; dichiarava assorbito il settimo, respingeva i restanti e cassava la sentenza

² V. Sangiovanni, Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevoli di tutela, in *Contratti*, 2012, 3, 130 ss.

³ Cfr. C. Angelici, Alla ricerca del "derivato", Milano, 2016, pp. 36 ss.; A.M. Pancallo, Dove conduce la ricerca del derivato? Le evoluzioni della giurisprudenza di merito e di legittimità, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2020, 485 s.; A. Faienza, L. Magnano San Lio, Per gli strumenti finanziari derivati introdotte le regole contabili basate sul fair value, in *Corr. trib.*, 2016, XXIV, pp. 1901 ss.; D. Maffei, Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori, I contratti per l'impresa, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, II, pp. 228 ss.

impugnata in relazione ai motivi accolti, rinviando la causa alla Corte di Appello di Roma⁴.

Con l'ordinanza in commento, la Prima Sezione Civile affronta una controversia in materia di contratti derivati, aderendo ai principi già espressi dalle Sezioni Unite nella famosa sentenza n. 8770/2020⁵. Proprio per il fatto che quest'ultima era stata pronunciata a Sezioni Unite, non ci si aspettava di certo un *revirement* da parte della Suprema Corte, che però è intervenuta nuovamente sulla materia al fine di voler confermare concetti di non facile comprensione e che continuano a lasciare fortemente disorientati gli operatori del settore.

Nella sentenza n. 8770/2020 delle Sezioni Unite, come noto, giungeva dinanzi alla Cassazione la questione della validità dei derivati stipulati dagli enti pubblici; pronuncia questa che, oltre a concentrarsi su aspetti prettamente definitivi dei contratti IRS, ha affrontato una questione più ampia destinata *“a travalicare il perimetro del contenzioso, oggi di scarsa rilevanza, relativo ai derivati degli enti locali per osmoticamente contagiare il tuttora fiorente contenzioso relativo ai contratti derivati stipulati da imprese e risparmiatori”*⁶.

Le argomentazioni della pronuncia del 2020 e di quella in esame ruotano infatti attorno alla causa e all'oggetto del derivato e la Suprema Corte enuncia il principio secondo cui il regolamento contrattuale deve indicare la misura *“qualitativa e*

⁴ Si vedano R. Bencini, Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 11 ss.; R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, Nota a Corte di Cassazione Civile, Sez. I, n. 24654, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁵ Cfr. M. Befani, Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770, in *Contratti*, 2020, pp. 540 ss.; M. Anolli, A. Perrone, La giurisprudenza sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare, in *Riv. dir. banc.*, 2020, pp. 195 ss.; A. Tucci, Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento, *Corr. giur.*, 2018, pp. 349 ss.

⁶ Così U. Patroni Griffi, *Noterelle a margine di Cass.*, sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dei contratti IRS, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, n. 1/2021, p. 60; cfr. D. Maffei, *Diritto e prassi del mercato finanziario*, Torino, 2016; pp. 34 ss.; AA. VV., *Swap tra banche e clienti*, D. Maffei (a cura di), Milano, 2014, pp. 25 ss.; F. Cortese, F. Sartori, *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, pp. 73 ss.

quantitativa” del rischio che viene assunto dall'investitore. I passaggi fondamentali dell'orientamento si concentrano dunque sulla ricostruzione e sulla struttura del contratto di *swap*, secondo una prospettiva dogmatica del tutto civilistica⁷.

La due pronunce citate infatti arrivano alla medesima conclusione: *“in tema di interest rate swap, occorre accertare, ai fini della validità del contratto, se si sia in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al mark to market, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo”*⁸.

3. Prima di addentrarsi nel fulcro della trattazione in materia di derivati, si proceda brevemente a definire il primo motivo di ricorso presentato avverso la sentenza n. 5565/2017 della Corte di Appello di Roma, con il quale si *“opponne la violazione o falsa applicazione dell'art. 31 reg. Consob n. 11522/1998 e dell'art. 21 t.u.f. (D.Lgs. n. 58 del 1998). Viene lamentato che la sentenza impugnata abbia equiparato il testo contenuto nella clausola contrattuale di cui all'art. 6 del primo contratto, redatto in lingua inglese, alla dichiarazione di cui all'art. 31 del cit. reg. Consob; si deduce che tale dichiarazione è soggetta a una disciplina legislativa che richiede, al fine indicato, precisi elementi (preesistenza, specificità, chiarezza e provenienza dal legale*

⁷ Si vedano N. Lipari, I civilisti e la certezza del diritto, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2015, pp. 1115 ss.; R. Di Raimo, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in Rass. dir. civ., 2014, pp. 308 ss.

⁸ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 5 e Cass. Civ., Sez. Unite, 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.2.

rappresentante della società investitrice). Si oppone che la dichiarazione resa non si conformerebbe a tali prescrizioni, con la conseguenza che, inefficace la clausola, il primo contratto sarebbe nullo in quanto concluso in assenza di previa stipula del contratto quadro. Si sostiene, inoltre, che il contratto in questione sarebbe comunque suscettibile di risoluzione per inadempimento, avendo riguardo alla mancata prestazione di attività informativa e all'inadeguatezza delle operazioni poste in atto”⁹.

La Corte di Cassazione, con una motivazione condivisibile, reputa infondato tale motivo: secondo i giudici di legittimità infatti, l’art. 31 del Regolamento Consob richiamato non richiede che la dichiarazione debba essere redatta anteriormente al perfezionamento del negozio¹⁰.

La *ratio* della disposizione sarebbe quella di richiamare l'attenzione del cliente sull'importanza della dichiarazione *“svincolando l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto”*¹¹.

Per la Suprema Corte è da escludersi la richiesta di una dichiarazione circostanziata attraverso l'indicazione di operazioni puntuali di investimento¹². La definizione di “operatore qualificato”, avendo un contenuto unitario, non permette

⁹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza n. 24654/2022, par. 1.

¹⁰ Cfr. Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli intermediari (adottato dalla Consob con delibera n. 11522 del 1° luglio 1998 e successivamente modificato con delibere n. 11745 del 9 dicembre 1998, n. 12409 del 1° marzo 2000, n. 12498 del 20 aprile 2000, n. 13082 del 18 aprile 2001, n. 13710 del 6 agosto 2002 e n. 15961 del 30 maggio 2007).

¹¹ Cit. in R. Bencini, *Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale*, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, p 9; cfr. Cass. 26 maggio 2009, n. 12138; si vedano V. Sangiovanni, *Contratto di swap e nozione di operatore qualificato*, in *Contratti*, 2007, pp. 1093 ss.; E. Girino, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, n. 1/2011, pp. 509 ss.; S. Bastianon, *L'integrazione dei mercati finanziari in Europa: la MiFID e la recente normativa italiana di recepimento*, in *Dir. un. eur.*, 2008, pp. 255 ss.; F. Bruno, A. Rozzi, *Il destino dell'operatore qualificato nell'ordinamento domestico alla luce della disciplina della Markets in financial instruments directive (Mifid)*, in *Società*, 2007, pp. 561 ss.

¹² Cfr. A. Parziale, *Interest Rate Swap: il valore della dichiarazione di operatore qualificato e la nullità per difetto di causa al vaglio delle corti pugliesi*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, n. 6/2012, pp. 786 ss.; F. Aurelitano, *Il contratto di investimento dell'operatore qualificato*, in *Contratti*, 2009, pp. 869 ss.; G. La Rocca, *Gli “operatori qualificati” in Cassazione: un altro capitolo del difficile rapporto della Suprema Corte con il diritto privato del mercato finanziario*, in *Foro It.*, 2010, pp. 121 ss.

all'investitore di individuare la tipologia delle operazioni finanziarie a cui questa debba essere riferita. La disposizione dell'art. 31, comma 2, Reg. Consob n. 11522/1998 richiede soltanto una dichiarazione circa il possesso, da parte della società cliente, delle competenze ed esperienze nel settore delle operazioni in strumenti finanziari che ha la finalità di esonerare l'intermediario dall'obbligo di effettuare ulteriori verifiche, ponendo sull'investitore l'onere di provare eventuali elementi contrari che emergono dalla documentazione dell'intermediario¹³.

Solo in presenza della dichiarazione di operatore qualificato resta esclusa, in forza del comma 1, l'applicabilità della disciplina sulla stipula del contratto quadro e sugli obblighi informativi e sull'adeguatezza delle operazioni, contenuta nel medesimo Regolamento Consob¹⁴.

4. L'analisi degli altri due motivi di ricorso accolti dall'ordinanza in commento non può prescindere da una descrizione della natura e dei tratti essenziali del contratto di *Interest Rate Swap* (IRS), schema contrattuale derivante dal mondo anglosassone e che si è diffuso man mano nella prassi finanziaria¹⁵, rientrante nella categoria degli "strumenti finanziari derivati", ai sensi dell'art. 1, comma 2, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (richiamato espressamente nell'Allegato I, Sez. C) e che, anche se "nominato dal legislatore", non possiede una disciplina tipica¹⁶. Ciò deriva dal fatto che il legislatore si

¹³ Cfr. Cass. 4 aprile 2018, n. 8343.

¹⁴ Si fa riferimento agli artt. 28, 29 e 30, comma 1 del Regolamento Consob.

¹⁵ Gli elementi essenziali di un interest rate swap sono stati individuati, dalla stessa giurisprudenza di merito, ne: a) la data di stipulazione del contratto (trade date); b) il capitale di riferimento, detto nozionale (notional principal amount), che non viene scambiato tra le parti, e serve unicamente per il calcolo degli interessi; c) la data di inizio (effective date), dalla quale cominciano a maturare gli interessi (normalmente due giorni lavorativi dopo la trade date); d) la data di scadenza (maturity date o termination date) del contratto; e) le date di pagamento (payment dates), cioè quelle in cui sono scambiati i flussi di interessi; f) i diversi tassi di interesse (interest rate) da applicare al detto capitale; cfr. C. Angelici, *Alla ricerca del "derivato"*, Milano, 2016, pp. 84 ss.

¹⁶ Si vedano M. Barcellona, *I derivati e la circolazione della ricchezza: tra ragione sistemica e realismo interpretativo. Relazione al Convegno "Il contratto come programma di flussi finanziari. Dagli 'swap' ai PRIIPs"*, Brescia, 27 aprile 2018, in *Europa e diritto privato*, 4, 2018, pp. 1097 ss.; E. Barcellona, *Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, pp. 564 ss.

è limitato a riconoscerne l'esistenza e la meritevolezza degli interessi sottesi, senza disciplinarne funzionamento: l'IRS viene infatti descritto in dottrina come contratto nominato ma a struttura atipica¹⁷.

Inoltre, l'IRS viene qualificato come strumento derivato *over the counter* (OTC) con un contenuto non eteroregolamentato (come per gli strumenti derivati standardizzati) avente le seguenti caratteristiche: ogni IRS viene costruito in funzione dell'interesse perseguito dalle parti e non può mai astrarsi in maniera totalitaria dal contratto sottostante su cui si basa, dato che il nozionale dell'IRS è inscindibile rispetto ad esso¹⁸. Ne consegue che l'IRS, non potendo considerarsi autonomo, perde ogni potere di negoziabilità e di commercializzazione¹⁹.

Il contratto di *Swap* è lo strumento negoziale stipulato da due parti attraverso il quale queste convengono di scambiarsi reciprocamente, secondo un programma prefissato, somme di denaro calcolate applicando due distinti parametri (ad esempio tassi di interesse o tassi di cambio) ad un capitale sottostante sulla base del quale si distinguono varie tipologie di *Swap* (*Currency Swap*, *Asset Swap*, *Credit Default Swap*), tra cui appunto l'*Interest Rate Swap*²⁰. La forma più semplice è quella denominata *Plain Vanilla Swap*: in questo caso uno dei due flussi di pagamento poggia su un tasso di interesse fisso, mentre l'altro su un tasso di interesse variabile le cui variazioni determinano la misura del rischio o il valore di profitto per le due parti²¹.

Il *Plain Vanilla Swap*, tramite la funzione di copertura, ha l'obiettivo di tutelare una delle parti dal rischio di incremento del tasso pattuito in un diverso rapporto; un

¹⁷ Cfr. G. Befani, Interest rate swap e operazioni di indebitamento degli enti: per una rilettura dei "derivati pubblici" alla luce di SS.UU. 12 maggio 2020, n. 8770, in *Contratti*, 2020, pp. 540 ss.

¹⁸ Cfr. P. Giudici, Interest rate swap e nullità del contratto: sui pericoli sistemici dei derivati, in *Banca Borsa*, tit. cred., 2016, pp. 501 ss.

¹⁹ Si vedano M. Frisone, Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto, in *Plus24*, 5 luglio 2014; N. Abriani, Di che cosa parliamo quando parliamo di derivati? Intervento al Convegno su "Contratti finanziari derivati, tendenze, orientamenti e derive", Firenze, 28 ottobre 2011, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1, 2012, pp. 31 s.

²⁰ Cfr. A. Kubasiewicz, Il ricorso ai contratti di "swap" da parte degli enti locali: un irreversibile declino?, in *Rassegna di diritto civile*, 4, 2014, pp. 1342 ss.

²¹ L'essere il più semplice dei derivati non rende il contratto automaticamente adatto ad ogni investitore; cfr. *Trib. Torino* 3 maggio 2019, est. Ratti, in www.ilcaso.it.

soggetto che ha ottenuto finanziamenti a tasso variabile (ad esempio mutuo bancario o apertura di credito in conto corrente), stipula con la banca medesima o con un diverso intermediario un contratto di *Swap*, nel quale il capitale nozionale è basato sull'ammontare del capitale finanziato²²: tramite tale negozio si obbliga a pagare il differenziale del flusso di cassa legato al tasso fisso, alle stesse scadenze fissate per il pagamento delle rate o degli interessi²³. In tal modo l'oscillazione del tasso variabile si trasferisce sulla banca lasciando indenne il soggetto finanziato che sopporterà soltanto il diverso rischio che il tasso variabile rimanga al di sotto del tasso fisso pattuito; ipotesi che realizzerebbe una perdita rispetto alla situazione in cui lo *swap* non fosse stato concluso²⁴. Gli *swap*, dunque, possono essere considerati dei negozi a causa variabile in quanto suscettibili di rispondere ad una finalità assicurativa o anche di copertura di rischi sottostanti, in modo che la funzione che l'affare persegue può essere individuata esaminando il caso concreto e che quindi, in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale del relativo accordo, sarà connotato da una irrisolutezza di fondo che renderà nullo il contratto perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile aprioristicamente)²⁵.

Dal punto di vista normativo, la disposizione concernente la disciplina che più si adatta alle caratteristiche di queste forme di derivati è certamente contenuta nell'art. 23, comma 5, T.U.F., che statuisce l'esclusione dell'applicabilità della regola della *soluti retentio* ai sensi dell'art. 1933 c.c. prevista in tema di gioco e scommessa, agli strumenti finanziari derivati: in caso contrario tale articolo diverrebbe astrattamente applicabile al contratto di *Interest Rate Swap*, "il quale è una scommessa, con cui il cliente si

²² Cfr. F. Caputo Nasseti, Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark-to-market: la babele continua, in *Giur. comm.*, 2017, II, pp. 443 ss.

²³ Cfr. E. Barcellona, Strumenti finanziari derivati, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2012, pp. M. 542 ss.; De Nova, Il contratto alieno, Giappichelli, 2010, pp. 35 ss.

²⁴ Si vedano V. Maffei, La causa del contratto di interest rate swap e i costi impliciti, in *Riv. dir. banc.*, 2013, pp. 2 ss.; E. Barcellona, Strumenti finanziari derivati: significato normativo di una definizione, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, pp. 564 ss.

²⁵ Si vedano A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, pp. 1122 ss.; T.N. Poli, Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati, in *Corr. giur.*, 2020, pp. 1490 ss.

*ripromette vantaggi aleatori collegati alla creazione artificiale di un rischio seppure venga trattato diversamente dalle scommesse cd. tollerate, ossia il gioco e la scommessa, a cui si applica la regola della soluti retentio*²⁶.

Il trattamento differente che fa considerare il contratto di *Swap* come una scommessa legalmente autorizzata trova la sua ragione nel trattamento economico che corrisponde alla funzione di copertura appena descritta²⁷.

Da un punto di vista dogmatico e di struttura del derivato, la decisione delle Sezioni Unite n. 8770/2020 - che nella pronuncia in commento viene totalmente ripresa - ha fissato un importante punto fermo, non sufficientemente posto in risalto dalla dottrina ma ripreso in sostanza dalla successiva giurisprudenza di merito²⁸

Nel presupposto che *“la notevole varietà delle fattispecie che concorrono a formare la categoria dei derivati rende complessa l’individuazione della ricercata nozione unitaria”*²⁹, per le Sezioni Unite *“appare utile considerare gli swap come negozi a causa variabile perché suscettibili di rispondere ora ad una finalità assicurativa ora di copertura di rischi sottostanti, così che la funzione che l’affare persegue va individuata esaminando il caso concreto”*³⁰. La sentenza n. 21830/2021 della medesima Corte, allo stesso modo ricorda che *“l’operatività in derivati in genere (...) si manifesta molto variegata al di là della notazione (in fondo appena identificativa di una base comune) che gli stessi si realizzano attraverso il meccanismo del differenziale con diversità che vengono a toccare tra le altre cose (...) la peculiare formazione delle strutture, le specifiche funzionali”*³¹.

I giudici di legittimità volgono così l’attenzione al momento ricostruttivo del

²⁶ Così G. Calabrese, *Quantità e qualità dell’alea come elemento necessario del derivato IRS*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5, p. 1095.

²⁷ Secondo una definizione ormai largamente diffusa nella giurisprudenza di merito: App.Milano, 18.9.2013, in *Giur. it.*, 2014, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 3, con nota di A. Tucci.

²⁸ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, del 29 luglio 2021, n. 21830.

²⁹ Così G. Calabrese, *Quantità e qualità dell’alea come elemento necessario del derivato IRS*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 5, p. 1096.

³⁰ Cfr. Cass. civ. Sez. Unite, del 12 maggio 2020, n. 8770.

³¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, del 29 luglio 2021, n. 21830.

derivato³² al fine di tenere concettualmente distinti i due segmenti di questa fattispecie.

Un primo segmento consisterebbe in una parte fissa, il nocciolo duro dell'operazione, rappresentata dal c.d. "meccanismo del differenziale": a mezzo della liquidazione per differenza si forma l'obbligo di eseguire un'unica prestazione secondo le varie scadenze stabilite³³.

Come accade generalmente per i negozi a causa variabile, in proposito si parla di "astrazione sistematica" della fattispecie, concetto attorno al quale si sviluppa un'ulteriore articolazione dell'operazione³⁴ che, se risulta destinata a integrare la base strutturale del contratto, si manifesta come "variabile" in base ai bisogni concreti delle parti il cui catalogo, secondo quanto riportato dalle Sezioni Unite nella sentenza 8770/2020, resterebbe aperto arrivando a ricomprendere una serie di modelli tipo, copertura assicurativa e anche con componente di finanziamento e speculazione³⁵.

Ne deriva che se la definizione di derivato esprime il pezzo fisso e non variabile della fattispecie, *"esso in quanto tale esiste solo come astrazione sistematica, senza riscontri con la realtà fenomenica"*³⁶. La distinzione tra parte fissa e variabile acquista importanza soltanto se viene utilizzata come elemento strutturale nella ricostruzione delle fattispecie concrete di derivato e dei "modelli tipo" che ne completano la struttura e per valutare dunque se alcuni patti rientrano nella parte fissa (la natura costitutiva del patto di *mark to market*) o in quella variabile (il patto viene a riflettere le influenze

³² Come accade per i negozi a causa variabile.; si vedano D. Danusso, Derivati: la sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza, in www.dirittobancario.it, giugno 2020; M. Frisone, Rinegoziare il derivato rende nullo il contratto, in *Plus24*, 5 luglio 2014.

³³ Si parla di «contratti a prestazione basculante»; cfr. A.A. Dolmetta, Efficienza del mercato e «favor naturalis» per le imprese bancarie, in *Riv. dir. civ.*, 2018, I, pp. 234 ss.

³⁴ Al segmento di fattispecie che indica la potenzialità del diritto a traferirsi dal patrimonio del dante causa a quello dell'avente causa; cfr. M. Realmonte, F. Mengoni, voce «Disposizione (atto di)», in *Enc. del dir.*, XIII, Giuffrè, 1964, pp. 189 ss.

³⁵ Sembra importante aggiungere, tra le altre, anche la variabile dell'investimento, connotato dall'innesto di più o meno accentuate linee di speculazione; cfr. fr. M. Barcellona, I derivati e la circolazione della ricchezza tra ragione sistemica e realismo interpretativo, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 4, pp. 1097 ss.

³⁶ Così M. Martino, *L'expressio causae*. Contributo allo studio dell'astrazione negoziale, Torino, 2011, p. 73;

prodotte dalla variabile di riferimento)³⁷.

5. Il discorso appena svolto getta le basi per introdurre l'analisi degli altri motivi di ricorso (il quinto e il sesto) avanzati nel caso in esame e accolti con l'ordinanza in commento. La Cassazione indica gli elementi essenziali del contratto finanziario derivato di *Interest Rate Swap*, tra i quali vi è il c.d. *mark to market*, a pena di nullità³⁸. L'individuazione della causa di tale tipologia contrattuale nella negoziazione del rischio e non nella scommessa (per una serie di indici sistematici) lascia aperta una questione non secondaria che riguarda il piano della stipulazione di questo negozio giuridico e porta a chiedersi se questi contratti perseguono interessi meritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322, comma 2, c.c. e posseggano una valida causa in concreto³⁹. Secondo la precedente sentenza del 2020, la natura astrattamente aleatoria del contratto di *Interest Rate Swap* non far venir meno il sindacato di ammissibilità della causa in concreto del contratto, sindacato che ha portato la giurisprudenza di merito ad invalidare contratti finanziari derivati di *Interest Rate Swap*, per vari motivi⁴⁰.

Una delle principali motivazioni addotte è la mancanza della bilateralità dell'alea tra l'intermediario e il soggetto investitore in modo tale che in capo alle due parti del

³⁷Per un approfondimento si vedano V. Pietrobon, *Errore, volontà e affidamento nel negozio giuridico*, Padova, 1990, pp. 105 ss.; V. Pietrobon, *Il dovere generale di buona fede*, Padova, 1969, pp. 73 ss.; V. Mantovani, «Vizi incompleti» del contratto e rimedio risarcitorio, Torino, 1995, pp. 1 ss.

³⁸ Cfr. A. Bartalena, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, 10, pp. 1113 ss.

³⁹ Come hanno rilevato M. Anolli, A. Perrone, *La giurisprudenza italiana sui contratti derivati. Un'analisi interdisciplinare*, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, pp. 195 ss., lo scrutinio di meritevolezza della causa concreta è stata la soluzione più frequente per invalidare i contratti finanziari derivati mediante il ricorso alle categorie giuridiche di diritto comune.

⁴⁰ In dottrina si esprimono a favore della natura giuridica aleatoria dei contratti finanziari derivati B. Inzitari, *Swap (contratto di)*, in *Contr. e impr.*, 1988, pp. 614 ss.; M.C. Malandrucchio, *Rischio finanziario e contratti di swap: la Hammersmith rule (in margine ad un caso recente)*, in *Dir. ed econ. dell'ass.*, 1992, pp. 474 ss.; E. Ferrero, *Profili civilistici dei nuovi strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, pp. 638-641; F. Caputo Nasetti, *Un salto indietro di trent'anni: "swap uguale scommessa"!*, in *Giur. comm.*, 2014, pp. 298 ss.; M. Barcellona, *Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, pp. 494 ss. In giurisprudenza sulla natura giuridica aleatoria dei contratti finanziari derivati, ex multis, Corte cost. 18 febbraio 2010, n. 52, in *cortecostituzionale.it*; Cass. civ., Sez. I, 19 maggio 2005, n. 10598, in *DeJure*; Trib. Roma 8 gennaio 2016, n. 212, con nota di M. Passaretta, *Interest rate swap: l'assenza di alea bilaterale quale causa di nullità del contratto*, in *il Quotidiano giuridico*, 30 marzo 2016.

contratto vi sia un certo rischio sotteso alla stipulazione, ancorché il suddetto rischio possa essere distribuito in maniera asimmetrica tra le due parti⁴¹. Il giudizio di meritevolezza ex art. 1322, comma 2, c.c. sarà superato positivamente soltanto in presenza dell'alea bilaterale, intesa come incertezza dei due differenziali contrapposti, tenendo conto che in caso di *swap* con funzione di copertura la valutazione dell'eventuale squilibrio dell'alea deve essere effettuata con maggior rigore.

Altre pronunce nel corso del tempo hanno sancito l'invalidità dei contratti IRS per l'impossibilità da parte degli stessi di conseguire la finalità citata di copertura, condizione che è emersa quando tali contratti non hanno passato il sindacato di meritevolezza⁴² così come disposto dalla Determinazione Consob del 26 febbraio 1999, DI/99013791, secondo la quale *“le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate “di copertura” quando:*

a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;

b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;

c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.”

Infine, altri contratti derivati, come quelli analizzati nell'ordinanza in commento, non hanno superato il giudizio di meritevolezza in quanto l'alea contrattuale non sarebbe stata oggetto di un'apposita negoziazione tra l'intermediario e l'investitore, con conseguente impossibilità in capo al soggetto debole di formulare un giudizio di

⁴¹ Cfr. Trib. Modena 23 dicembre 2011, con nota di V. Sangiovanni, Contratto di swap, alea unilaterale e interessi non meritevole di tutela, in *Contratti*, 2012, 3, pp. 130 ss.

⁴² Cfr. Trib. Treviso 26 agosto 2015, n. 1940, in *dirittobancario.it*; Trib. Verbania 27 luglio 2015, n. 449, in *dirittobancario.it*; App. Trento 3 maggio 2013, n. 141, in *dirittobancario.it* e Trib. Monza 17 luglio 2012, in *dirittobancario.it*.

convenienza economica dell'operazione⁴³.

Nel caso *de quo*, con riferimento a quest'ultima questione, l'ordinanza annotata conferma la linea di pensiero già seguita dalle Sezioni Unite del 2020 che ha risolto il contrasto nella giurisprudenza di merito, all'interno della quale si coglievano posizioni che propendevano a favore dell'essenzialità della determinazione o determinabilità del *mark to market*⁴⁴, e posizioni che escludevano che l'indicazione del *mark to market* rappresentasse uno degli elementi dell'oggetto del contratto, la cui mancanza o poca chiarezza possa comportare la nullità per indeterminatezza dell'oggetto⁴⁵.

Nonostante le pronunce precedenti della giurisprudenza di merito, le Sezioni Unite della Cassazione già con la sentenza del 2020 hanno infatti dettato principi puntuali in relazione al giudizio di meritevolezza dello *swap*, precisando infatti che non è sufficiente l'indicazione del *mark to market*, inteso come stima ad una certa data del valore effettivo del contratto, ma è necessario *“un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi, perché il legislatore autorizza questo genere di scommesse razionali sul presupposto dell'utilità sociale delle scommesse razionali”*⁴⁶ (accordo che rientrerebbe nella parte “variabile” del contratto).

⁴³ Cfr. Trib. Torino 17 gennaio 2014, con nota di F. Corazza, Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS, in Banca, borsa, tit. cred., 2016, 2, pp. 183 ss.; Trib. Milano 13 febbraio 2014, n. 2145, con nota di D. Maffei, Derivati OTC: anche il Tribunale di Milano attribuisce rilevanza decisiva all'indicazione, al momento della conclusione dello swap del *mark to market*, degli oneri probabilistici e del modello di calcolo, in *dirittobancario.it*, 9 aprile 2014; App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, con nota di G. Orefice, Il *mark to market* quale oggetto del contratto di interest rate swap, in *Contratti*, 2019, 2, pp. 139 ss.

⁴⁴ Cfr. App. Milano, Sez. I, 25 settembre 2018, n. 4242, in *Le Soc.*, 2019, 4, pp. 459 ss.; la sentenza stabilisce che la trasparenza sul rischio impone che l'accordo tra intermediario e investitore abbia ad oggetto, a pena di nullità, il valore finanziario (*mark to market*) e il differenziale di probabilità, nonché i criteri e il modello utilizzati per calcolarli. Si veda D. Foresta, Contratto di interest rate swap e modello di calcolo del *mark to market*, in Banca, borsa, tit. cred., 2019, 5, pp. 572 ss.

⁴⁵ Cfr. App. Milano, Sez. III, 27 dicembre 2018, n. 5788 in *Le Soc.*, 2019, 4, pp. 461 ss.; R. Bencini, Contratti derivati: come valutarne la meritevolezza, in *D&G*, 2017, pp. 192 ss.; G. Sardo, Contratto di interest rate swap e "meritevolezza degli interessi" ex art. 1322 c.c., in *Corriere Giur.*, 2018, 3, pp. 341 ss.

⁴⁶ Si vedano A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, 10, pp. 1122 ss.; G. Calabrese, Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 5, pp. 1092 ss.

Per l'esito positivo del sindacato di meritevolezza dei contratti di *Interest Rate Swap*, assume un'importanza fondamentale la stipulazione eventuale della clausola c.d. *upfront*, diretta a compensare il rischio contrattuale iniziale che preveda il pagamento di una somma di denaro al soggetto che accetta le pattuizioni deteriori, al momento della stipulazione del contratto⁴⁷.

Secondo il ragionamento delle Sezioni Unite, la determinazione del *mark to market* non è da escludersi nel caso in cui le parti perfezionino un *interest rate swap non par*, caratterizzato da clausola di *upfront*: la misurazione e negoziazione dell'alea giuridica di un derivato costituisce oggetto costante del contratto nelle varie fasi del rapporto negoziale⁴⁸.

Al fine di sopperire allo squilibrio del rischio sotteso alla stipulazione, laddove un contratto di IRS può assumere valore negativo non soltanto nella fase di stipulazione ma anche durante tutto il ciclo di vita del negozio, potendo verificarsi in qualsiasi momento uno squilibrio tra i flussi di cassa tra l'intermediario e l'investitore, il contratto deve contenere i termini e le condizioni necessarie a determinare il valore al quale una parte può anticipatamente chiudere il contratto o un terzo è disposto a subentrare nello stesso: il *mark to market* rappresenta il valore corrente di mercato scaturente "*da una simulazione giornaliera di chiusura della posizione contrattuale e di stima dei rapporti di debito e di credito delle parti*"⁴⁹.

Ai fini del superamento del sindacato di meritevolezza, l'ordinanza annotata rammenta che è necessario che l'accordo riguardi anche "*gli scenari probabilistici ed abbia ad oggetto la misura qualitativa e quantitativa dell'alea e, dunque, la stessa*

⁴⁷ cfr. Cass., 28 luglio 2017, n. 18781; App. Torino, 10 gennaio 2018, www.dirittobancario.it; App. Brescia, 11 gennaio 2018, www.dirittobancario.it.

⁴⁸ Si vedano A. Sciarrone Alibrandi, *Causa variabile e causa meritevole dei derivati*, in dirittobancario.it, 25 giugno 2020; A. Tucci, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. e impr.*, 2017, 3, pp. 921 ss.; C. Angelici, *Alla ricerca del derivato*, Milano, 2016, pp. 172 ss.

⁴⁹ Cit. in T. N. Poli, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, pp. 1483 ss.

misura dei costi pur se impliciti"⁵⁰ per una corretta funzione di gestione del rischio finanziario. Infatti, il semplice richiamo di un indice numerico di riferimento è insuscettibile di consentire il vaglio del sindacato di meritevolezza o il perseguimento di un interesse meritevole di tutela⁵¹. Secondo quanto ha stabilito la Suprema Corte già nella sentenza n. 8770/2020, ciò troverebbe conferma nel disposto normativo dell'art. 23, comma 5, d.lgs. n. 58/1998 (T.U.F.) che statuisce che gli strumenti finanziari derivati non sarebbero equiparati ad una scommessa, nell'ottica di *"delimitare, con un criterio soggettivo, la causa dello swap, ricollegandola espressamente al settore finanziario"*⁵².

La responsabilizzazione dell'intermediario finanziario nei confronti dell'investitore poggia proprio su questo criterio; responsabilità legata all'art. 21 T.U.F. in quanto al cliente dovranno essere fornite raccomandazioni personalizzate per decidere in merito all'operazione da negoziare, e che dà origine, in caso di mancata cooperazione informativa dell'intermediario medesimo nei confronti del cliente, per i derivati *over the counter*, ad un vizio genetico del contratto in quanto comporta la mancata indicazione degli elementi che possono incidere sull'alea del contratto stesso⁵³.

A tutto questo è collegato un importante corollario, ossia quello della necessaria deduzione dei costi occulti nell'oggetto del contratto a pena di nullità. Prima ancora dell'ordinanza in commento, sono state le Sezioni Unite della Corte di Cassazione ad inserirsi in un orientamento inaugurato già nel 2013, quando la Corte d'Appello di Milano, con la sentenza n. 3459 del 2013, aveva definito essenziale l'indicazione di tutti

⁵⁰ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5.

⁵¹ Cfr. A. Tucci, I contratti derivati degli enti locali dopo le Sezioni Unite, in *Giur. it.*, 2020, 11, pp. 2403 ss.; A. Bartalena, Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito", in *Società*, 2020, 10, pp. 1122 ss.; G. Calabrese, Quantità e qualità dell'alea come elemento necessario del derivato IRS, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 5, pp. 1092 ss.

⁵² Cfr. Cass. civ., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.4.

⁵³ Cfr. T. Febbrajo, Violazione delle regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria e nullità del contratto: la decisione delle Sezioni Unite, in *Giust. civ.*, 2008, pp. 74 ss.; G. Danusso, E. Frustaci, Contratti derivati e responsabilità erariale: gli ultimi orientamenti della Corte dei Conti, in www.dirittobancario.it, dove si richiama, tra le altre, Corte dei Conti, Sez. Basilicata, 20 gennaio 2022, n. 2 e la precedente Corte dei Conti, sezione centrale di Appello, 7 marzo 2019, n. 50.

i “costi impliciti” che comunque incidono sull’alea contrattuale; secondo i giudici di merito la mancata indicazione del *mark to market* consente all’intermediario di occultare il suo compenso, determinando così la nullità del contratto derivato per difetto di accordo sul requisito essenziale del compenso che, secondo quanto previsto dall’art. 1709 c.c., deve essere prioritariamente stabilito dalle parti⁵⁴.

Le Sezioni Unite della Cassazione, dunque, hanno definito gli *swap* negozi a causa variabile⁵⁵, statuendo che *“in mancanza di una adeguata caratterizzazione causale il contratto dovrà considerarsi connotato da una irrisolutezza in fondo che [lo] renderà nullo perché non caratterizzato da un profilo causale chiaro e definito (o definibile)”*⁵⁶.

Sulla base di ciò, per gli ermellini, non sarebbe sufficiente per escludere l’immeritevolezza dei contratti finanziari derivati, la semplice negoziazione degli stessi nei mercati regolamentati o, ancora, per i derivati *over the counter* la coerenza con la “logica collettiva del mercato”⁵⁷: il processo di negoziazione tra le due parti contrattuali non può prescindere da una rappresentazione di tutti gli elementi costitutivi e necessari alla misurazione del rischio che devono essere dedotti come oggetto all’interno del contratto ed in mancanza dei quali l’investitore non sarebbe in grado di formulare un giudizio di convenienza economica del derivato⁵⁸.

Una parte della dottrina sostiene che i contratti finanziari derivati, a prescindere

⁵⁴ Cfr. Corte App. Milano 18 settembre 2013, n. 3459, par. 3; M. Indolfi, Causa e autonomia privata nei contratti derivati, in F. Alcaro (a cura di), Causa del contratto, contratto - Evoluzioni interpretative ed indagini applicative, Milano, 2016, pp. 193 ss.

⁵⁵ Deve essere individuata in concreto la funzione perseguita dall’operazione; cfr. G. Gabrielli, Operazioni su derivati: contratti o scommesse?, in Contr. e impr., 2009, 6, pp. 1114 ss.; M. Frisone, *Corte dei Conti: per gli swap serve la gara*, in Plus24, 16 maggio 2009.

⁵⁶ Cfr. Cass. civ., SS.UU., 12 maggio 2020, n. 8770, par. 6.7.

⁵⁷ Ciò a dispetto di quanto sostenuto in dottrina; si vedano C. Angelici, Alla ricerca del derivato, Milano, 2016, pp. 64 ss.; l’Autore riconduce i derivati negoziati nei mercati regolamentati nell’ambito dei negozi astratti per la prevalenza della “logica collettiva del mercato” e delle sue esigenze rispetto a quelle individuali che hanno indotto le parti all’operazione. Distingue poi le operazioni in mercati regolamentati e le operazioni *over-the-counter* le quali possono essere equiparate alle operazioni negoziate nei mercati regolamentati sul presupposto che, seppure oggetto di contrattazioni individuali, siano coerenti con la “logica collettiva del mercato” quando tale coerenza è verificabile.

⁵⁸ Si veda S. Pagliantini, Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo, cit., pp. 130-131.

dalla finalità di speculazione o di copertura, non possono essere ricondotti alle fattispecie del gioco e della scommessa previste dal Codice civile, basate su un rischio non mercantile e non monetizzabile, in virtù del quale lo spostamento della ricchezza tra le parti dipende esclusivamente dalla fortuna o dal caso fortuito *“poiché intermediario e investitore fanno oggetto di una valutazione di mercato il rischio dedotto nel contratto e, pertanto, lo monetizzano con la previsione di un vero e proprio prezzo di mercato”*⁵⁹.

L'iter motivazionale delle Sezioni Unite del 2020 e della Prima Sezione nell'ordinanza annotata, al netto delle opinioni dottrinali e giurisprudenziali contrastanti⁶⁰, sembrerebbe rientrare in questo filone di pensiero circa la natura giuridica del contratto finanziario derivato di *Interest Rate Swap*.

Fatte queste premesse, nel caso in esame, la società ricorrente ha lamentato che gli obblighi di informazione e di trasparenza imponevano alla banca di fornire una chiara indicazione dei reali costi dell'operazione che incidevano sull'oggetto del contratto *“sia sotto il profilo della pattuizione del compenso della banca, sia sotto il profilo dell'esatta determinazione delle alee rispettivamente assunte”*⁶¹. In un primo momento la Corte d'Appello ha escluso che la violazione di regole di condotta da parte dell'intermediario relative all'informazione sul contratto derivato potesse dar luogo alla nullità del negozio giuridico precisando che l'occultamento di costi a svantaggio del cliente [sia per una valutazione iniziale sfavorevole all'investitore (c.d. *mark to market* negativo), sia per l'erogazione apparente di somme come “indennizzo” per la posizione sfavorevole assunta dal cliente (*upfront*)] assumerebbe rilievo *“nella normalità dei casi, sul piano della violazione delle regole di condotta, sia in punto di obblighi informativi, sia, ove*

⁵⁹ Così T.N. Poli, Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati, in *Corriere Giur.*, 2020, 12, p. 1490; cfr. inoltre A. Sciarrone Alibrandi, Causa variabile e causa meritevole dei derivati, in *dirittobancario.it*, 25 giugno 2020; M. Garofalo, Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione, in *Riv. dir. civ.*, 2020, pp. 1359 ss.

⁶⁰ Cfr. G. Gabrielli, Operazioni su derivati: contratti o scommesse?, in *Contr. e impr.*, 2009, 6, pp. 1133 ss.; ex multis Cass. Civ., Sez. I, Sent. del 13 luglio 2018, n. 18724.

⁶¹ Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5; cfr. A. Sciarrone Alibrandi, Causa variabile e causa meritevole dei derivati, cit.

l'intermediario collochi in contropartita diretta i prodotti derivati, in relazione al conflitto di interessi"⁶². Tale ragionamento non viene affatto condiviso dai giudici della Suprema Corte i quali, così come fatto nel 2020, hanno precisato che, come sopra ribadito, in tema di *Interest Rate Swap* è necessario accertare, ai fini della validità del contratto, se si è in presenza di un accordo tra intermediario ed investitore sulla misura dell'alea, calcolata secondo criteri scientificamente riconosciuti ed oggettivamente condivisi: accordo che non si può limitare al *mark to market*, ossia al costo, pari al valore effettivo del derivato ad una certa data, al quale una parte può anticipatamente chiudere tale contratto od un terzo estraneo all'operazione è disposto a subentrarvi, ma deve investire, altresì, gli scenari probabilistici e concernere la misura qualitativa e quantitativa della menzionata alea e dei costi, pur se impliciti, assumendo rilievo i parametri di calcolo delle obbligazioni pecuniarie nascenti dall'intesa, che sono determinati in funzione delle variazioni dei tassi di interesse nel tempo⁶³.

La Prima Sezione, con l'ordinanza n. 24654 del 10 agosto 2022, ha così stabilito che, in presenza di un'operazione negoziale caratterizzata da costi occulti, il derivato è da considerarsi nullo. Si tratterebbe pertanto, a detta dei giudici di legittimità, di una nullità che non è quella virtuale prevista all'art. 1418, comma 1, c.c. legata per lo più alla violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario⁶⁴, ma di una nullità che, incidendo sull'oggetto del contratto e quindi su elementi essenziali dello stesso, rientra in quella definita strutturale e disciplinata pertanto dall'art. 1418, comma 2, c.c.⁶⁵. Da

⁶² Cfr. Cass. Civ., Sez. I, Ordinanza del 10 agosto 2022, n. 24654, par. 5.

⁶³ Cfr. Cass. Civ., Sez. U. 12 maggio 2020, n. 8770; si vedano A. Bartalena, *Patologie dei derivati: la causa concreta come strumento di tutela dell'investitore "tradito"*, in *Società*, 2020, pp. 1122 ss.; T.N. Poli, *Le Sezioni Unite della Cassazione invalidano i contratti finanziari derivati*, in *Corr. giur.*, 2020, pp. 1490 ss.

⁶⁴ Di cui si sono occupate due ben note pronunce delle Sezioni Unite Cass. Sez. U. 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725; cfr. D. Gaudiello, *Nullità dei contratti derivati degli enti locali: i principi espressi dalle Sezioni Unite della Cassazione*, in www.dirittobancario.it, 18 maggio 2020; R. Natoli, *Tutto ciò che è reale, se non razionale, è nullo: ma quanto è reale la razionalità pretesa dalle sezioni unite?*, in www.dirittobancario.it; A. Perrone, *La Cassazione, i derivati e la lezione dimenticata di Cesare Vivante*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, pp. 57 ss.

⁶⁵ Si veda sul punto R. Bencini, *Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale*, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 12 ss.; P. de Gioia

qui ne è scaturita la necessità di riformare la sentenza impugnata che ha escluso in radice il vizio genetico degli *swap* oggetto di controversia.

6. Che in tema di contratti derivati ci si trovi di fronte ad una copiosa giurisprudenza (di merito e di legittimità), è indubbio: per tale motivo, quindi, dovrebbe essere possibile oramai enucleare se non un orientamento unico e costante quantomeno una serie di categorie e caratteristiche entro le quali poter ricondurre le varie casistiche sulle quali i giudici hanno avuto modo di pronunciarsi.

Nonostante ciò, sembrerebbe che la rilevanza che la Suprema Corte attribuisce ai concetti di *mark to market*, scenari probabilistici e costi impliciti (o costi occulti come nel caso dell'ordinanza qui commentata) in funzione dell'individuazione dell'alea che l'*Interest Rate Swap* mira a neutralizzare su basi razionali, è probabilmente incompatibile rispetto all'effettiva struttura di questa tipologia di derivato⁶⁶.

L'ordinanza in esame e la precedente sentenza a Sezioni Unite non hanno fornito alcun parametro di definizione dei concetti di *mark to market*, scenari probabilistici e costi occulti e per tale motivo resta ancora non chiaro cosa i giudici di legittimità abbiano inteso con tali concetti. Al fine di comprendere i limiti del presente approdo giurisprudenziale è opportuno approfondire, al contrario, il concetto di consapevole e razionale assunzione dell'alea che la Cassazione ha posto come parametro ineludibile per la valutazione della liceità della causa dello *swap*⁶⁷. Considerando dunque soltanto i derivati di copertura, tralasciando quelli con finalità speculative, quale sarebbe il fine che si vuole raggiungere attraverso il perfezionamento di un contratto derivato di *Interest Rate Swap*?

Carabellese, M. Lembo, I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal british statute), Un'analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo "Busto Arsizio V. Deutsche Bank", in *Società*, 2022, 5, pp. 603 ss.

⁶⁶ Cfr. R. Di Raimo, Interest rate swap, teoria del contratto e nullità: e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?, in *Rass. dir. civ.*, 2014, pp. 308 ss.

⁶⁷ Cfr. G. De Nova, Il contratto alieno, Torino, 2008, pp. 37 ss.; P. Cucurachi, Sui derivati la Corte arriva tardi e male, in www.fchub.it.

A seguito delle nozioni esplicate nei paragrafi precedenti risulta agevole capire il funzionamento, nella prassi dei mercati, dei contratti derivati laddove è la parte debole del rapporto e dunque il cliente a tentare di neutralizzare il rischio dell'avverso andamento dei tassi di interesse rispetto agli scenari evolutivi costituenti l'orizzonte delle proprie aspettative⁶⁸. L'imprenditore che ha acceso un finanziamento su cui paga interessi a tasso variabile, può quindi estinguere il finanziamento a tasso variabile e attuare un nuovo finanziamento a tasso fisso o coprirsi dal rischio di rialzo dei tassi di interesse con il perfezionamento di un IRS; caso quest'ultimo in cui il cliente, a scadenze predeterminate, sul finanziamento coperto continuerà a pagare interessi a tasso variabile e, al contempo, in virtù dell'IRS perfezionato, riceverà dalla banca interessi a tasso variabile calcolati sul medesimo nozionale, pagando alla stessa interessi sul capitale nozionale al tasso fisso pattuito dal contratto *swap*⁶⁹. In questo modo gli interessi calcolati a tasso variabile si annulleranno a vicenda e a carico del cliente resterà esclusivamente il costo degli interessi calcolati a tasso fisso sul nozionale.

Tali differenziali potrebbero essere negativi per il cliente anche per tutta la durata dell'IRS ma ciò non influisce su fatto che, dal momento di stipula dell'IRS e fino alla sua naturale scadenza, questi ha accettato di trasformare da variabile in fisso il costo in interessi del finanziamento sottostante allo *swap*⁷⁰.

In tal caso, il fatto che con valutazione *ex post* si possa essere in presenza di situazioni che abbiano visto flussi differenziali di interesse a debito della parte finanziaria, anche quando queste situazioni avrebbero potuto essere previste *ex ante* tramite appositi scenari probabilistici, non incide sul livello di consapevolezza e

⁶⁸ Si vedano S. Pagliantini, Dopo le S.U. 8770/2020: i derivati (della P.A.?) ed il paradosso di San Pietroburgo, in Riv. Dir. Bancario, 2020, pp. 34 ss.; M. Danusso, Derivati: la Sentenza della Cassazione 8770 del 2020 e le lezioni americane di Calvino. Funzione nomofilattica, esattezza e coerenza, 20 giugno 2020, www.dirittobancario.it.

⁶⁹ Cfr. A. M. Garofalo, Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli *swap* conclusi da clienti disinformati? in Nuova Giur. Civ., 2022, 2, pp. 472 ss.

⁷⁰ Cfr. M. Barcellona, Della causa. Il contratto e la circolazione della ricchezza, Padova, 2015, 494 ss.; M. Barcellona, I derivati e la causa negoziale. Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche, in Contr. e impr., 2014, 4-5, pp. 886 ss.; S. Pagliantini, I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela: quid noctis?, in Eur. dir. priv., 2015, 2, pp. 383 ss.

razionalità della controparte non finanziaria per confermare la meritevolezza e la liceità della causa dello *swap* concluso⁷¹, il quale avrà una *ratio* nella misura in cui il cliente, in linea con le sue aspettative di aumento dei tassi di interesse, giudicherà “*consapevolmente e liberamente che la trasformazione del costo in interessi del finanziamento che intende coprire da variabile in fisso, al livello pattuito con l’IRS, è coerente e sostenibile rispetto alla struttura di costi/ricavi, attuale e prospettica, posta a base del proprio bilancio*”⁷².

In ogni caso la scelta effettuata potrà essere giusta o errata in base alla concretizzazione o meno delle aspettative di rialzo dei tassi, situazione quest’ultima legata alle dinamiche del mercato in sé e che non ha nulla a che vedere con la presunta irrazionale assunzione in origine dell’alea del futuro andamento dei tassi. Con la realizzazione di un investimento non illogicamente incompatibile con la propensione al rischio, con la quantità e qualità del patrimonio, con l’orizzonte temporale e con la capacità di sopportare delle perdite del cliente, la scelta sarà sicuramente razionale, anche nel caso in cui il valore dell’*asset* dovesse rivelarsi solo successivamente inferiore a quello di origine⁷³.

Sulla base di tale ragionamento logico, quindi, appare evidente che non sarà di certo la conoscenza del *mark to market*, degli scenari probabilistici o dei costi impliciti ad orientare in maniera razionale la scelta dei clienti circa l’opportunità o meno di perfezionare un contratto di *Interest Rate Swap*; tali parametri potrebbero incidere sulla condotta del singolo soltanto nel caso in cui la controparte finanziaria decide di comunicargli tali informazioni per condizionarne il processo di formazione delle

⁷¹ Cfr. S. Pagliantini, *IRS e nullità: divagazioni su di un diritto “terribile” da trasformare in “mite”*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2022, 2, pp. 484 ss.; C. Cioffi, *L’expressio causae dei contratti derivati di copertura e la mancanza, l’opacità, l’irrealizzabilità e la falsità della loro causa*, in *Contratti*, 2021, pp. 565 ss.

⁷² Così R. Bencini, *Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale*, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, p. 3.

⁷³ Si vedano M. Garofalo, *Interest rate swap e causa: le Sezioni Unite prendono posizione*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, pp. 1435 ss.; M. Lembo, *Il recente orientamento giurisprudenziale in tema di contratti derivati anche in relazione alla disciplina comunitaria. Focus su scenari di performance e mark to market*, in *Dir. comm. int.*, 2021, pp. 16 ss.

aspettative circa l'evoluzione della curva dei tassi di interessi⁷⁴. Una scelta effettuata liberamente dall'investitore e conforme alla volontà di azzerare il rischio di aumento dei tassi di interesse, rinunciando ad un tasso variabile che potrebbe subire incrementi o decrementi nel corso del tempo, attraverso la sostituzione con un tasso fisso, in grado di stabilizzare per tutta la durata dell'IRS il costo in interessi di una certa passività, sarà sempre lecita⁷⁵.

In dottrina, nel recente orientamento della Corte di legittimità colpisce il fatto che gli obblighi informativi a carico degli intermediari ed in particolare quelli collegati agli "scenari probabilistici e all'alea legata ai costi impliciti, siano stati elevati ad "oggetto" del contratto; elementi che non solo le parti non negoziano concretamente, ma che nemmeno considerano nell'ambito delle valutazioni propedeutiche al contratto⁷⁶.

Situazione questa che, eludendo la disciplina del diritto civile dei contratti, appare confondere "una prospettiva de jure condendo con una prospettiva de jure condito"⁷⁷ in quanto le parti del rapporto non hanno considerato il reale oggetto dei contratti derivati stipulati nella prassi, ma hanno individuato, come oggetto del contratto, un elemento (quale ad esempio gli scenari probabilistici) che le stesse non valutano mai, ma che, secondo la Suprema Corte, dovrebbe essere valutato e negoziato⁷⁸.

⁷⁴ Cfr. R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁷⁵ È da individuare proprio nella scelta di sostituzione di un tasso variabile (incerto) con un tasso di interesse (certo) l'oggetto (definito e definibile) di qualsivoglia contratto di interest rate swap.

⁷⁶ Cfr. U. Patroni Griffi, Noterelle a margine di Cass., sez. un., 12 maggio 2020, n. 8770: asimmetrie informative e meritevolezza dell'IRS, in Banca, borsa, tit. cred., 2021, pp. 60 ss.

⁷⁷ Così R. Lugaro, Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁷⁸ In dottrina viene fatto il paragone con la considerazione (erronea) secondo la quale l'oggetto del contratto di una compravendita immobiliare non sia il prezzo, né l'immobile compravenduto, ma un'analisi probabilistica di scenario sull'andamento futuro del mercato immobiliare, analisi che normalmente non realizzano né il venditore né il compratore; sul punto si veda U. Cherubini, D. Maffei, Scommesse razionali, probabilità e informazione. Note di un matematico e di un giurista a un anno dalla sentenza SS.UU. 8770 del 2020, in Riv. dir. bancario, 2021, pp. 473 ss.

Secondo la disciplina civilistica del contratto, l'oggetto è costituito dalle prestazioni che le parti negoziano ed inseriscono nello stesso. La Suprema Corte, nel caso in esame, avrebbe dovuto preliminarmente riconoscere l'oggetto del contratto atipico nelle prestazioni che le parti effettivamente negoziano nella prassi e stabilire in seguito se tale oggetto fosse meritevole o meno di tutela. In caso di contratti derivati, l'accordo tra le parti si forma esclusivamente sui tassi di interesse che le parti si impegnano a scambiarsi reciprocamente: in concreto, nessuna delle due parti negozia o - anche semplicemente - considera gli scenari probabilistici o i costi impliciti al momento della stipulazione dell'accordo: non il cliente, che stipula i derivati solitamente con finalità di gestione del rischio⁷⁹ e neanche l'intermediario finanziario, il quale, a differenza forse di quanto ritiene la Corte di Cassazione, lucra soltanto sul differenziale tra il prezzo negoziato ed il prezzo dell'attività di copertura⁸⁰.

L'approdo della giurisprudenza di legittimità sul punto, seppur di notevole importanza e volto sempre di più a tutelare il cliente, sembrerebbe però arrecare un "disorientamento degli operatori" dal momento che *"la nuova norma, sostanzialmente statuita dalla Cassazione, è rimasta sostanzialmente indefinita"* creando anche un contrasto con la normativa secondaria di Consob⁸¹. Infatti, con l'avviso del 3 febbraio 2022, l'Autorità di vigilanza ha provveduto a revocare formalmente le Comunicazioni n. 9019104 e 00997996⁸², ritenute difficili da conciliare con *"la recente evoluzione della*

⁷⁹ Con una funzione inversa rispetto all'andamento di tasso desiderato. Tra l'altro, se nil derivato è correttamente strutturato in una funzione di copertura (assicurativa) il desiderio del cliente è quello di perdere la scommessa insita nello strumento, perché ciò significa che non si è materializzato il rischio temuto; cfr. A. Perrone, *La Cassazione, i derivati e la lezione dimenticata di Cesare Vivante*, in Riv. dir. banc., 2022, pp. 57 ss.

⁸⁰ Allo stesso modo della banca tradizionale che lucra sul differenziale tra tasso attivo riconosciuto sui depositi e tassi passivi richiesti sui finanziamenti; si veda C. Cioffi, *L'expressio causae dei contratti derivati di copertura e la mancanza, l'opacità, l'irrealizzabilità e la falsità della loro causa*, in Contratti, 2021, pp. 565 ss.

⁸¹ Si veda R. Lugaro, *Derivati, la Cassazione torna sui requisiti sostanziali di validità*, 16 settembre 2022, in www.ntplusdiritto.ilsole24ore.com.

⁸² Cfr. Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, avente ad oggetto "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"; Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, avente ad oggetto "Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail".

disciplina europea in materia di prestazione di servizi di investimento e il conseguente rafforzamento dei presidi di investor protection”, ritenendo la disciplina contenuta in queste “direttamente o indirettamente assorbiti dalle più ampie e articolate regole dettate dal vigente quadro normativo”⁸³.

Un intermediario che, sotto la vigenza delle stesse, abbia utilizzato un approccio deterministico fornendo dunque al cliente *retail* le risultanze di scenario su questo basate, si troverebbe oggi esposto al rischio di nullità di un derivato a seguito del capovolgimento di rotta di disciplina da parte della Cassazione rispetto all’opinione dell’Autorità di vigilanza⁸⁴.

La nullità dell’IRS, come prospettata dall’ordinanza in commento, sembra così del tutto illogica, per difetto di alea razionale e dunque di consapevole assunzione del rischio, in mancanza dei parametri causali individuati dalla Suprema Corte *in primis* con la sentenza n. 8770/2020 e confermati con l’ordinanza stessa; parametri che, senza ombra di dubbio potranno assumere rilievo nella fase genetica del contratto derivato e in quella successiva della sua esistenza (in quanto potrebbero aver condizionato o potrebbero condizionare il processo di formazione della volontà dell’investitore) ma non come causa di nullità del contratto derivato per indeterminabilità dell’oggetto, quanto più correttamente come eventuale causa di annullamento del contratto per vizio della volontà o come fonte di responsabilità precontrattuale o contrattuale per violazione delle regole di correttezza e trasparenza imposte in capo all’intermediario finanziario dall’art. 21 T.U.F⁸⁵.

Simili considerazioni renderebbero opportuno un chiarimento e una più corretta

⁸³ Cfr. Comunicazione Consob, 3 febbraio 2022.

⁸⁴ Si vedano D. Maffei, La scommessa irrazionale di swap e lo scopo di copertura, in *Persona e mercato*, 2022, pp. 193 ss.; R. Bencini, Derivati e costi occulti: il fulmine della nullità strutturale, in *Diritto & Giustizia*, n. 143/2022, nota a Cassazione civile, 10 agosto 2022, n.24654, sez. I, pp. 1 ss.

⁸⁵ Cfr. A.M. Garofalo, Un anno dopo le Sezioni Unite: è davvero nella causa il rimedio migliore per gli swap conclusi da clienti disinformati? in *Nuova Giur. Civ.*, 2022, 2, pp. 472 ss.; P. de Gioia Carabellese, M. Lembo, I derivati italiani visti dal common law inglese (e dal british statute), Un’analisi della decisione della High Court sul contratto speculativo “Busto Arsizio V. Deutsche Bank”, in *Società*, 2022, 5, pp. 600 ss.

interpretazione da parte della Suprema Corte del significato da attribuire ai concetti e principi di diritto emanati a partire dalla sentenza n. 8770/2020 e ripresi nell'ordinanza in esame, in un contesto in cui gli stessi giudici di legittimità hanno probabilmente *“svolto un percorso non necessario e tortuoso, inciampando in temi quali l'oggetto del contratto di swap, includendovi gli scenari probabilistici e le formule di mark to market, aderendo senza argomentazioni ad una recente dottrina minoritaria e creando un campo minato per la finanza italiana. Unico paese al mondo nel quale dovrebbero servire centinaia di pagine per descrivere previsioni economiche e finanziarie, magari anche strampalate (per ora non è richiesto che siano corrette ex post) e migliaia di pagine di formule e modelli matematico-statistici per misurare i numerosi elementi che concorrono alla formazione del prezzo del derivato (tra l'altro per calcolarne il valore in caso di estinzione anticipata che non è nemmeno prevista contrattualmente)”*⁸⁶.

Roberta Lo Conte

*Dottore di ricerca in Diritto pubblico dell'economia
nell'Università degli Studi “La Sapienza” di Roma*

⁸⁶ Così F. Caputo Nasseti, *Da Bologna a Roma passando per Bisanzio: i derivati in una recente pronuncia delle Sezioni Unite*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, p. 355.