

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

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

3 / 2015 - SUPPLEMENTO

ISSN: 2036-4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

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

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione

R. Maserà - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

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

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise, A. Zimatore

### REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

### I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, A. Niutta, F. Sartori, V. Troiano

## INDICE

ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – *Presentazione* (Presentation).....1

ELISABETTA BANI – *Social Enterprise, Finance and sustainable Development*.....3

ANNA MARIA BENTIVEGNA – *Fondi di garanzia dei depositi e crisi bancarie. Novità e profili problematici alla luce del nuovo framework regolamentare europeo in materia risanamento e risoluzione* (Deposit guarantee schemes and banking crises. New trends and challenges in light of the new european regulatory framework of banking recovery and resolution).....25

ROBERTO CARATOZZOLO – *Caratteri ed obiettivi dei recenti interventi regolatori sulle pmi: i mini bond tra disciplina civilistica e regole di mercato* (Characters and aims of the new regulation about Smes: the mini bond between civil law and market rules).....55

CLAUDIA GOLINO – *L'efficacia della regolamentazione europea e nazionale per il mezzogiorno* (The effectiveness of regulatory framework of Mezzogiorno in Italy) .....80

VALERIO LEMMA – *Ad un anno dal Single Supervisory Mechanism: riflessioni per un primo bilancio* (One year after the Single Supervisory Mechanism: considerations for a first analysis).....114

PAOLA LUCANTONI – *L'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti*

*finanziari equity. Fragmentazione della liquidità tra trading venues e strategie regolatorie per una maggior trasparenza del mercato over the counter (The organization of the equity trading function. Fragmentation of the liquidity among trading venues and the regulatory strategies for a deeper disclosure in the OTC trading).....130*

MADDALENA MARCHESI – *Il nuovo codice di condotta iosco in materia di agenzie di rating: la parabola della disciplina di trasparenza (The new IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies: the parable of transparency rules).....159*

FRANCESCA MATTASSOGLIO – *Quale modello di banca per il futuro mercato finanziario europeo? Alcune riflessioni sulle riforme strutturali in atto (Which model of bank for the future European financial market? Some observations concerning the ongoing structural reforms).....192*

ELISABETTA PIRAS – *La strategia regolatoria per il mercato assicurativo: Solvency II (Regulatory strategy for insurance market: Solvency II) .....219*

BIANCAMARIA RAGANELLI – *Giusto processo, Autorità e modelli sanzionatori. Il caso Consob (Adjudication and sanction in proceedings in Italy).....233*

DIEGO ROSSANO – *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione (New strategies for the management of banking crises: the bail-in and its concrete application).....269*

EDOARDO RULLI – *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative (Preventing insolvency. From bank bail-outs to resolution: relationships with*

national insolvency law principles and recent cases of resolution in practice).....285

BRUNELLA RUSSO – *Le ricadute della nuova disciplina in materia di abusi di mercato sul processo di unificazione dei sistemi sanzionatori: verso una regolazione europea omogenea?* (The impact of new legislation regarding market abuse on the process of harmonization of sanction system: a trend towards a homogeneous european regulation?).....322

SILVIA SEGNALINI – *Mercato dell'arte e disciplina degli art funds* (Art Market And Art Funds Regulation).....350

NICOLA SOLDATI – *L'evoluzione della Consob nella risoluzione delle controversie finanziarie* (The evolution of Consob in the ADR system for financial disputes)..... 375

**TEMI E PROBLEMI**

**DI**

**DIRITTO DELL'ECONOMIA**

Il testo delle Relazioni svolte al Convegno: “Quali regole per quali Mercati? Una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione”, organizzato dall'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE), Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 11-12 dicembre 2015.





## PRESENTAZIONE

*(Presentation)*

L'11 e 12 dicembre 2015 si è svolto a Milano il primo Convegno dell'Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia (ADDE) sul tema "Quali regole per quali mercati? Una riflessione sui nuovi modelli regolatori e sui mercati in transizione". A poco più di un anno dalla nascita di ADDE, si è voluta in questo modo offrire l'occasione agli associati e, più in generale, agli studiosi del diritto dell'economia di conoscersi e confrontarsi rispetto ad un tema di assoluta centralità per la nostra disciplina: il rapporto fra la regolazione e i mercati.

A rischio di una qualche esagerazione, ci si può forse spingere a dire che, nell'oggi, questo rapporto costituisce il nucleo duro del diritto dell'economia, il suo tratto di specificità o, in altri termini, la declinazione attuale della più generale relazione fra diritto e attività economica. Nell'odierna struttura dell'economia di mercato, infatti, la prospettiva dello studioso di diritto dell'economia è quella volta a considerare i molteplici istituti giuridici posti a disciplina dei soggetti - pubblici e privati - presenti sui vari mercati settoriali (imprese, clienti/utenti, *authorities*) e degli strumenti attraverso i quali i medesimi soggetti entrano in relazione tra loro proprio nell'ottica della regolazione del mercato e con un'attenzione particolare alle dinamiche del fenomeno economico e all'interdisciplinarietà della riflessione giuridica.

Nella consapevolezza poi della molteplicità di interessi e approcci metodologici che da sempre contraddistinguono il SSD IUS05 e con la precisa intenzione di dare spazio ai giovani studiosi della disciplina, si è scelto di costruire il Convegno sulla base di una *Call for paper* così da lasciare ampi margini di libertà nell'individuazione degli argomenti da presentare e in questo modo tentando, altresì, una sorta di empirica mappatura dei temi e dei problemi più nuovi e

dibattuti nell'oggi.

La risposta alla *Call* è stata davvero nutrita e ricca quanto a temi prescelti e ad approcci metodologici adottati e, all'esito di una valutazione preliminare, si è giunti alla selezione di una trentina di *paper* che sono stati presentati nell'arco di sette sessioni tematiche aventi ad oggetto: "Il rapporto intermediario/cliente tra vecchi e nuovi paradigmi"; "Verso nuovi modelli di intermediari finanziari"; "Le crisi bancarie"; "Gli aiuti di Stato"; "I modelli sanzionatori"; "*Soft law and soft decisions*"; "I nuovi mercati".

Alcune sessioni hanno approfondito questioni di grande attualità (si pensi, ad esempio, al tema delle crisi bancarie nella cornice delle nuove regole europee; così come a quello degli aiuti di Stato); altre invece sono andate ad indagare ambiti più inesplorati o rispetto ai quali è stata proposta una chiave di lettura nuova (è questo il caso, in particolare, della sessione sui nuovi mercati, così come di quella su *soft law e soft decisions*). Non sono mancati, peraltro, *paper* che si sono confrontati con tematiche di respiro più generale, quale in particolare la molteplicità e la eterogeneità delle odierne fonti di produzione giuridica.

Grazie alla cortese ospitalità offerta dal Prof. Capriglione, alcuni dei *paper* trovano oggi spazio in un apposito supplemento della 'Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia', edita dalla 'Fondazione Gerardo Capriglione Onlus'. E' in cantiere, altresì, la pubblicazione di un volume che raccoglierà la totalità dei contributi presentati nel corso del Convegno ma, già dallo spaccato offerto dai *paper* contenuti in questo supplemento, il lettore può farsi un'idea della varietà e della qualità dei lavori che si sono svolti in dicembre, come pure della vitalità di un settore scientifico disciplinare che si trova a confrontarsi con tematiche sempre più centrali e rilevanti nell'odierno contesto socio-economico.

**Antonella Sciarrone Alibrandi**

*Presidente di ADDE*

## **SOCIAL ENTERPRISE, FINANCE AND SUSTAINABLE DEVELOPMENT\*.**

**ABSTRACT:** *A few EU directives and national laws enacted during the last decade, as well as the empirical evidence of market experiments, lead to think that a new way to manage the enterprise and a new system of financing the firm are underway.*

*Since the origins the enterprise goal has been to make profits for the partners, but the late Nineteen Century experience of the co-operative movement made clear that an economic activity can be performed for purposes beyond the profit. At a time when the co-operatives are stressing their limits there is an area where not for profit firms can act to serve needs of the communities, being a market third answer to the problems, different from the traditional alternative between the State and the market.*

*The idea of letting a number of small not for profit firms surge, at low incorporation costs, is also a way to create jobs, through self employment, and the creation of new EU fund structures like the so called ELTIF, EuVECA and EuSEF is a way of creating a financing environment which can breed the new initiatives.*

**SOMMARIO:** 1. Come cambia il mercato. – 2. Le politiche comunitarie per l'imprenditoria sociale. 3. – L'impresa sociale in Italia. – 4. Esempi di fermento innovatore a favore di una finanza per la crescita. 5 – Conclusioni.

1. Negli ultimi anni alcuni provvedimenti normativi, comunitari e nazionali, così come una serie di esperimenti svolti da operatori economici, potrebbero essere interpretati come un fermento in atto nella ricerca di nuove modalità per lo svolgimento dell'attività di impresa e nel modo di fare finanza: in sintesi nelle logiche che governano il mercato.

---

\* Contributo approvato dai revisori.

È certamente vero che sono tutt'altro che marginali i tentativi messi in campo per produrre beni e servizi con fini diversi dalla massimizzazione del profitto per i partecipanti all'impresa stessa da un lato e dall'altro quasi inediti gli sforzi del regolatore per indirizzare la finanza verso investimenti non meramente speculativi bensì di lungo periodo e rivolti al finanziamento dell'economia reale.

Dall'osservazione di questa tendenza in atto è legittimo chiedersi se il mercato è ancora il luogo delle scelte guidate solo dal profitto e nel quale lo Stato interviene solo per correggere le *market failures*.

Se il mercato non segue più solo la logica del profitto, non è che per caso alcune ipotesi in cui tradizionalmente si dice che lo Stato debba intervenire perché il mercato da solo non è in grado di soddisfare certi bisogni, adesso invece lo stesso mercato, *rectius* certe tipologie di imprenditori, possono soddisfarli? In questo caso lo Stato non deve supplire, ma assecondare incoraggiare e disciplinare. E se la regolazione dei mercati finanziari non ha impedito che scoppiasse e si propagasse la grande crisi del 2008 non è forse venuto il momento di aggiungere nuove connotazioni alla regolazione finanziaria e che gli ordinamenti si assumano anche il ruolo di incubatori di comportamenti virtuosi, nonché di dare riconoscimento giuridico e regolazione alle nuove logiche che si affacciano nel mercato.

La crisi ha costretto gli Stati ed i mercati a ripensare il loro ruolo e se qualcosa sta cambiando nelle logiche interne al mercato è necessario che di questo mutamento tenga conto la disciplina dettata per il mercato.

2. Il tema dell'impresa sociale non è nuovo e di certo non è successivo alla crisi finanziaria, da tempo si è consolidata la riflessione scientifica in materia, ma più che il contributo della dottrina sembra che sia stata la prova dei fatti a spingere le istituzioni europee negli ultimi anni a promuovere politiche comunitarie a favore dell'imprenditoria sociale. Mediamente questa ha affrontato la crisi con più dinamismo rispetto alle aziende for profit e questa osservazione ha indotto a sviluppare politiche comunitarie che "mirano a favorire l'affermazione del modello

e a creare un ecosistema entro cui le imprese sociali possano evolvere con pari dignità rispetto alle aziende di tipo tradizionale”<sup>1</sup>. Inutile negare che il sostegno che l’Europa potrà offrire allo sviluppo dell’impresa sociale, è intimamente legato alla disponibilità di risorse aggiuntive che possano facilitare il processo evolutivo in corso. Contestualmente l’ordinamento europeo ha però posto anche attenzione alla necessità di perfezionare e sviluppare la disciplina dei modelli organizzativi più consoni all’espansione dell’imprenditoria sociale ed infine a promuovere questa nuova cultura d’impresa.

Che cosa sia l’imprenditoria sociale per le istituzioni europee e perché sia importante lo sviluppo dell’impresa sociale per l’Europa si può trovare sintetizzato in vari documenti ed in particolare in quelli che illustrano le iniziative per l’imprenditoria sociale assunte dalla Commissione europea.

In Europa è dal 2011 che sono state individuate tre linee d’intervento a favore delle imprese sociali. Queste si sono articolate in misure volte ad agevolare l’accesso ai finanziamenti per queste imprese, dare loro maggiore visibilità ed infine migliorare il quadro giuridico.

Il primo punto si sovrappone in parte a quanto avremo modo di approfondire in ordine alla finanza per la crescita (sostenibile), ma in parte anche se ne distingue, perciò vale la pena di osservare che in questa tipologia di interventi possiamo trovare sia forme “tradizionali” di intervento pubblico di sostegno, quali i Fondi pubblici stanziati a beneficio delle imprese sociali o il Programma per l’occupazione e l’innovazione sociale che è stato messo a

---

<sup>1</sup>FLOREAN, *Imprese sociali e finanziamenti europei: quale rapporto? Il caso del Veneto*, in *Rivista impresa sociale*, n. 4 / 11-2014, pp. 65 e ss. Dove – oltre al caso di studio esaminato – si può trovare la ricostruzione degli interventi promossi a livello locale dall’Unione Europea a sostegno dell’impresa sociale (in particolare attraverso la programmazione del *Fondo Sociale Europeo* -FSE- e del *Fondo Europeo di Sviluppo Regionale* -FESR- e dove si sottolinea come, rispetto alle esperienze passate, nel periodo 2014-2020 la promozione dell’economia e dell’imprenditorialità sociale vengono elevate a priorità d’investimento specifico di questi fondi in quanto. Inoltre si sottolinea come con la strategia Europa 2020 l’Unione si concentra sulla necessità di integrare strategicamente le azioni poste in essere a favore dell’imprenditoria sociale non a caso gli Stati membri e le Regioni (cui spetta la gestione diretta di una quota di fondi strutturali) vengono esplicitamente invitati ad investire maggiormente nell’impresa sociale attraverso l’introduzione nei programmi FSE e FESR di azioni a ciò mirate.

disposizione delle imprese sociali o la riforma dei Fondi strutturali intrapresa per consentire agli Stati membri di utilizzarli per finanziare le imprese sociali<sup>2</sup>.

In questi casi la novità sta nel soggetto beneficiario (l'impresa sociale), ma non nel tipo di incentivo, trattandosi appunto di finanziamenti pubblici<sup>3</sup>.

Tra gli interventi di sostegno, basati su misure di "attenzione particolare" ma non concretizzantesi in erogazione di finanziamenti, possiamo annoverare anche quelle disposizioni contenute nel pacchetto sui servizi di interesse economico generale, approvato nel 2011, che ha introdotto elementi di maggiore proporzionalità e flessibilità per le autorità pubbliche nel fornire aiuti di Stato alle imprese sociali, innalzando la soglia per l'esenzione dall'obbligo di notifica all'Unione europea per la compensazione di servizio pubblico a 500.000 euro per impresa su un periodo di tre anni.

Nell'ambito delle misure messe in campo dall'Unione europea per agevolare l'accesso ai finanziamenti per l'imprenditoria sociale, meritano una menzione particolare le iniziative volte a favorire l'incontro tra richiesta di sostegno finanziario da parte delle imprese sociali e gli investitori privati. In questo contesto si inserisce l'istituzione del Fondo europeo per l'imprenditoria sociale - il cui obiettivo è aiutare le imprese sociali ad accedere più facilmente ai finanziamenti e aiutare gli investitori ad identificare investimenti nelle imprese sociali stesse e l'adozione del Regolamento sui fondi di venture capital.

Su questo tema torneremo in seguito, perché si inserisce nella strategia

---

<sup>2</sup>Cfr FLOREAN, *op. loc. cit.*

<sup>3</sup>L'imprenditoria sociale non è solo piccola imprenditoria, ma certamente molte imprese sociali sono anche piccole imprese e beneficiano delle iniziative a sostegno della PMI. Di contro ci sono piccole imprese, che non sono imprese sociali, ma che possono beneficiare di iniziative poste in campo per sostenere l'imprenditoria sociale: Si pensi ad esempio allo sviluppo normativo del microcredito e del finanziamento collettivo (*crowdfunding*). Per quanto riguarda il microcredito nell'ottobre 2013 è stato pubblicato in Europa un "Codice di buona condotta per l'erogazione di microcrediti (per aiutare il settore ad affrontare la sfida dell'accesso ai finanziamenti a lungo termine). Il *crowdfunding* invece è stato oggetto soprattutto di iniziative nazionali. Da ultimo la Commissione, nell'Action Plan on *Capital Market Union* pubblicato il 30 settembre 2015, ha preso atto che non esiste al momento una regolamentazione europea sul *crowdfunding* e ha promosso un *assessment* dei regimi nazionali e delle *best practice* esistenti, a seguito del quale valuterà le misure idonee da adottare per lo sviluppo del canale alternativo di finanziamento.

posta in essere a partire dalla Comunicazione della Commissione del 26 novembre 2014 intitolata “Un piano di investimenti per l’Europa” e giunta all’adozione il 30 settembre 2015 da parte della Commissione Europea del Piano d’azione sul(la) Capital Market Union, strategia con la quale si intende affrontare una serie di problemi legati alla carenza di investimenti nell’Unione. Per sbloccare gli investimenti, aumentare e diversificare le fonti di finanziamento per le imprese europee e per i progetti infrastrutturali a lungo termine e rendere il sistema finanziario maggiormente stabile, vengono elencate una serie di iniziative entro le quali un ruolo di primo piano viene assegnato alla “finanza sostenibile”, oltre che alla creazione di un mercato unico per i nuovi fondi di investimento (basato su un unico complesso di norme), che consenta la commercializzazione e l’espansione di questo tipo di fondi in tutta l’Unione europea.

Tornando all’imprenditoria sociale, ci sembra da segnalare anche l’impegno in ambito europeo per creare una cultura comune dell’imprenditoria sociale, perché in effetti spinte generose in avanti, innovativi progetti locali si possono riscontrare un po’ ovunque nei singoli ordinamenti, ma il problema è appunto quello di coordinare ed indirizzare verso un obiettivo comune queste forze <sup>4</sup>. E per migliorare il quadro giuridico in cui l’imprenditoria sociale può affermarsi e svilupparsi.

Sicuramente un importante riconoscimento delle specificità delle imprese sociali possiamo individuarlo nel pacchetto di riforme in materia di appalti pubblici, adottato all’inizio del 2014, (dove si incoraggiano e aiutano le autorità pubbliche a tener conto dell’intero ciclo di vita dei prodotti nelle loro decisioni di acquisto, nonché dei criteri sociali legati al processo di produzione).

Nelle direttive approvate dall’Unione Europea nel 2014 in materia di appalti

---

<sup>4</sup>Ricordiamo che per dare maggiore visibilità alle imprese sociali è stata creata la piattaforma online *Social Innovation Europe*, che aiuta (anche) gli imprenditori sociali a comunicare e scambiare informazioni sugli ultimi sviluppi nel settore. Inoltre l’Europa si propone di aiutare le autorità nazionali a una migliore comprensione del settore, affinché possano sostenere gli ecosistemi locali e nazionali di imprese sociali.

pubblici troviamo una “apertura”, un maggior riconoscimento delle imprese sociali come fornitrici di servizi alla PA. Infatti nelle nuove direttive sugli appalti si può notare un ampliamento, rispetto al passato, delle ipotesi in cui è consentito riservare le procedure di appalto a particolari tipologie di impresa in virtù delle finalità sociali da queste perseguite e dei loro caratteri strutturali e organizzativi<sup>5</sup>. Così l’art. 20 della Direttiva 2014/24/UE consente oggi di riservare il diritto di partecipare alle procedure di appalto - o l’esecuzione di un appalto nel contesto di programmi di lavoro protetti – a laboratori protetti o ad operatori economici il cui scopo principale sia l’integrazione sociale e professionale delle persone con disabilità o svantaggiate, a patto che questi impieghino almeno il 30% di lavoratori con disabilità o in situazione di svantaggio. Circa l’ambito soggettivo di applicazione della disposizione, la parte motivazionale della direttiva è ancora più esplicita, definendo i soggetti destinatari della riserva come imprese sociali (Considerando 36 della Direttiva 2014/24/UE). Lo stesso possiamo notare nell’ambito della categoria generale dei servizi sociali, di cui abbiamo già ricordato la portata agevolatrice, e segnaliamo ad esempio l’art. 77 della direttiva n. 24/2014 che individua alcuni particolari servizi sanitari, sociali e culturali per i quali è consentito riservare le procedure di aggiudicazione ad organizzazioni che perseguano una missione di servizio pubblico legata alla prestazione oggetto di gara, reinvestano i propri profitti in vista del conseguimento dell’obiettivo dell’organizzazione (o li distribuiscano sulla base di condizioni partecipative) e presentino una struttura di gestione (management) o di proprietà fondata sul

---

<sup>5</sup>La disciplina dell’Unione europea in materia di contratti pubblici riconosce un nuovo ruolo alle stazioni appaltanti: se in origine la disciplina sui contratti pubblici doveva garantire la libertà delle imprese di svolgere la propria attività secondo regole chiare, comuni e non discriminatorie, con il tempo i valori sottesi alle procedure di aggiudicazione dei contratti pubblici si sono ampliati per esempio sono intervenute valutazioni ulteriori dirette a garantire interessi di natura ambientale prima e sociale poi. Possiamo parlare di un uso strategico dei contratti pubblici. Nella disciplina europea più recente vediamo che si accentua il legame fra obiettivi sociali e istanze di innovazione, che intravediamo accentuarsi è da mettere in relazione con l’obiettivo di realizzazione un’economia sociale di mercato che deve mirare alla piena occupazione e al progresso sociale (come previsto dall’art. 3 paragrafo 2 del Trattato sull’Unione europea). Sul punto si veda PELLIZZARI, *Le forme di partenariato pubblico-privato come strumento di innovazione per lo sviluppo delle imprese e dei servizi sociali*, in *Riv. impr. sociale*, n. 3 2014, p 36 e ss.



principio di partecipazione dei dipendenti, degli utenti o dei soggetti interessati.

Solo un accenno infine alla riflessione da parte delle istituzioni europee sulla disponibilità di forme giuridiche che tengano conto delle esigenze specifiche delle imprese sociali (tema che il legislatore italiano farebbe bene a tenere presente, visto che si appresta a modificare il libro primo del codice civile).

Se si vuole che enti che sostengono cause di pubblica utilità, possano perseguire la loro missione anche in ambito transfrontaliero, occorre eliminare le disparità di disciplina e le pastoie burocratiche che ostacolano tale operatività. Un passo in tal senso è stato fatto per le fondazioni con l'approvazione dello Statuto Europeo delle Fondazioni<sup>6</sup>.

“L'obiettivo dello statuto è quello di garantire che ogni ente avente finalità di interesse generale possa assumere una forma giuridica, riconosciuta in tutti i 28 Stati Membri, che consenta all'ente di gestire i propri patrimoni anche all'estero, di coordinare lo sviluppo delle proprie attività oltreconfine, di dotarsi di una struttura di *governance* che possa operare in maniera efficace in tutto il territorio dell'Unione. Tale statuto si porrebbe come una nuova forma giuridica opzionale e complementare, che esisterebbe in parallelo alle fondazioni nazionali.” Il documento, nella formulazione finora proposta, è privo di previsioni di carattere fiscale, ma giuridicamente rappresenta il primo strumento per consentire alle fondazioni e agli enti di erogazione di svolgere la propria attività a parità di

---

<sup>6</sup>Una proposta per uno Statuto Europeo delle Fondazioni era stata avanzata già all'inizio del 2011 dalla Commissione e in quell'occasione Michel Barnier, il commissario responsabile del mercato interno, aveva dichiarato: “Dobbiamo sostenere e incoraggiare il mirabile lavoro delle fondazioni a favore dei cittadini europei. In particolare, occorre eliminare gli ostacoli che frenano le attività transfrontaliere in ambiti come la ricerca, la salute e la cultura. L'introduzione di uno statuto europeo ridurrà costi e incertezze, oltre a offrire alle fondazioni maggiore visibilità per promuovere le loro attività e per attirare più finanziamenti grazie a un marchio europeo.” L'approvazione della proposta da parte del Parlamento europeo è avvenuta nel Luglio 2013 dopodichè spetta ai 28 Stati membri dell'Unione adottare lo Statuto Europeo delle Fondazioni.

condizioni in tutti i Paesi dell'Unione, riducendo ritardi e oneri di carattere amministrativo e legale che attualmente ne limitano l'azione<sup>7</sup>.

Evidentemente il tema è troppo ampio per essere affrontato in questa sede, ma volendo fare una ricognizione di cosa l'Europa ha fatto e cosa può fare ancora per sostenere lo sviluppo dell'imprenditoria sociale, il tema dell'armonizzazione di alcune forme giuridiche è uno di quelli che meriterebbe attenta riflessione. Ricordiamo che già esiste la società cooperativa europea (in relazione alla quale è in corso una consultazione pubblica - svolta dalla Commissione- per semplificarne lo statuto attuale e per renderlo di più facile impiego) e che la Commissione sta valutando come migliorare la disciplina delle mutue (altra forma giuridica spesso utilizzata dalle imprese sociali).

3. In Italia sembrava quasi giunto alla conversione il disegno di legge delega al Governo per la riforma del Terzo settore, dell'impresa sociale e per la disciplina del Servizio civile universale, ma i lavori si sono "impantanati" in Commissione<sup>8</sup>. Il dibattito si è acceso in particolare sulla collocazione dell'impresa sociale tra gli enti non profit o meno e sulla esclusione o mera limitazione della possibilità di distribuzione di utile da parte dell'impresa sociale. Il disegno di legge riguarda (il terzo settore), ovvero tutte quelle organizzazioni tramite cui la nostra società si attiva per risolvere problemi di interesse pubblico senza dipendere necessariamente dallo Stato e senza mettere al primo posto una motivazione economica.

Non è un settore marginale e non si occupa solo di situazioni di marginalità<sup>9</sup>, ogni giorno in Italia c'è una parte consistente del Paese che si rivolge al terzo

---

<sup>7</sup>Si tenga presente che ad oggi le organizzazioni di utilità pubblica in Europa sono regolate da una congerie di leggi nazionali e regionali complesse e diversificate. Questo ostacola l'operatività transfrontaliera che incontra ostacoli amministrativi e giuridici.

<sup>8</sup>Disegno di legge delega presentato il 22 agosto 2014 alla Camera, approvato il 9 aprile 2015, trasmesso al Senato e assegnato alla Commissione affari costituzionali del Senato.

<sup>9</sup>A dispetto di ciò che si potrebbe pensare i numeri del cd terzo settore sono rilevanti: 301.191 organizzazioni e quasi un milione di addetti. Se consideriamo solo le organizzazioni del terzo settore in cui l'attività imprenditoriale è prevalente, gli occupati sono oltre 700.000 e gli utenti serviti circa 6 milioni.

settore per soddisfare un bisogno di salute, di assistenza, di cura dell'ambiente e del patrimonio culturale, oltre ad altri bisogni sociali in continua crescita. Domande alle quali il settore pubblico non riesce più a rispondere da solo, per le quali la logica del mercato (cioè del solo profitto) non funziona.

Ma nel c.d. terzo settore rientra l'impresa sociale? Quello che si chiama terzo settore rappresenta una realtà molto variegata, molto vitale, ma che un po' ovunque -ed in Italia in particolare- è stata disciplinata in modo disorganico.

Nel nostro ordinamento (sino ad oggi) "Terzo settore" è stata solo un'espressione sociologica, che gli studiosi (e in tempi recenti anche il legislatore) hanno utilizzato per racchiudere un insieme di soggetti eterogenei che si distanziano sia dal mercato che dallo Stato<sup>10</sup>. Non ha avuto una disciplina generale, ne sono stati disciplinati alcuni segmenti a partire dall'inizio degli anni Novanta (si vedano le leggi su organizzazioni non governative, organizzazioni di volontariato, cooperative sociali e più recentemente -nel 2006- sull'impresa sociale).

La definizione di terzo settore fa la sua comparsa nell'art. 1 del disegno di legge e poggia su "quattro pilastri": le finalità solidaristiche e civiche<sup>11</sup>, l'assenza di scopo di lucro, il chiaro beneficio pubblico delle attività, l'utilità sociale indiscutibile dei settori in cui operare.

Possiamo dire che il Terzo settore diventa un'espressione giuridicamente fondata, un soggetto cui l'ordinamento riconosce un ruolo centrale in aspetti strategici per lo sviluppo del Paese<sup>12</sup> solo nel testo in itinere di ddl delega al Governo.

Uno degli obiettivi della nuova disciplina è quello di semplificare

---

<sup>10</sup>Per una ricostruzione storica si veda: ROSSI - ZAMAGNI (a cura di), *Il Terzo settore nell'Italia unita*, Il Mulino, 2012.

<sup>11</sup>Per non limitare l'ambito dei settori di attività di utilità sociale, le "finalità solidaristiche e civiche" devono essere intese in senso ampio e quindi anche comparti quali ad esempio le attività sportive, culturali, di protezione civile, di recupero ambientale devono essere ritenute pienamente compatibili con l'inclusione nel terzo settore

<sup>12</sup>Cfr. FICI, *L'impresa sociale nel progetto di riforma del terzo settore italiano: appunti e spunti*, in *Rivista impresa sociale* n. 5, 2015. In particolare nota 5 nella quale si ricostruiscono i riferimenti legislativi espliciti al "terzo settore" del quale peraltro il legislatore non aveva mai dato una precisa definizione prima del ddl delega.

l'operatività di chi è impegnato in attività meritorie e al contempo di rendere maggiormente identificabili le attività di terzo settore alle istituzioni e ai cittadini.

Una preoccupazione di fondo è quella di poter garantire un'attività di verifica, monitoraggio e controllo delle organizzazioni di terzo settore, utile ad evitare abusi (che hanno esiti mortificanti per le tantissime persone che nel terzo settore operano mosse da autentico spirito di solidarietà e per i cittadini che in tali organizzazioni confidano) quindi fanno male alle casse dello Stato e al terzo settore che viene screditato.

Come accennato uno dei punti critici della proposta di riforma riguarda proprio la collocazione e la disciplina dell'impresa sociale. Attualmente l'impresa sociale è disciplinata dal decreto legislativo n. 155 del 2006, ai sensi del quale l'impresa sociale è un'organizzazione imprenditoriale di qualsiasi forma e natura giuridica, che ha per statuto una missione di miglioramento sociale e/o ambientale e che per raggiungere questa missione non si basa (principalmente) su sovvenzioni pubbliche e beneficenza, bensì svolge un'attività commerciale sul mercato come una qualsiasi impresa for profit. A differenza di un'impresa tradizionale, però, il profitto generato dall'attività commerciale non rappresenta il fine ultimo, ma viene gestito ed utilizzato come mezzo per rendere autosufficiente l'impresa stessa.

Questa disciplina, che ha avuto poca applicazione pratica, ha in sé una innovazione rilevante: per la prima volta un testo normativo contiene l'affermazione di un principio che è difficile da far "digerire" all'ordinamento e alla *communis opinio* e cioè che anche un'impresa (e non solo una onlus) può operare nell'interesse generale (quindi dei molti) e non a vantaggio dei soli soci che hanno investito capitale (i pochi). L'affermazione di principio contenuta nel d.lgs. 155/2006 che anche un'impresa privata (quando si struttura intorno ad uno specifico modello valoriale e giuridico) può essere strumento di miglioramento sociale e di distribuzione equa della ricchezza, non è stata ad oggi compiutamente sviluppata.

Nel testo del ddl delega si potrebbe prendere posizione su un ulteriore aspetto e cioè se tale impresa si collochi nel terzo settore o no. Sul punto si registrano posizioni molto discordanti e tra gli ostacoli da superare ce ne sono alcuni di sistematica giuridica. Infatti nel codice civile e nell'ordinamento italiano c'è una netta distinzione tra "mondo dell'impresa" (libro V del codice civile, con al suo interno determinati vincoli anche di forma) e galassia delle associazioni, fondazioni e altri enti che costituiscono le organizzazioni della società civile, che sono riconducibile al libro primo del codice civile e alle leggi speciali degli anni '90.

Ci sono evidentemente ostacoli anche "culturali" oltre che giuridici da superare. L'impresa ha storicamente avuto per presupposto, a partire dalle compagnie mercantili senesi e fiorentine del tardo medioevo e del Rinascimento, lo scopo di conseguire un profitto.

Una notevole eccezione è stato il settore delle industrie di Stato, in larga misura nazionalizzate durante la crisi degli anni Trenta. Poiché non erano profittevoli, si inventò dopo la Seconda Guerra mondiale, il concetto di "gestione secondo economicità", una aberrazione sul piano economico, un compromesso politico che pareva inevitabile. Dopo le privatizzazioni degli anni Novanta il concetto ora riposa in pace e nessuno ne parla più da decenni. Non bisogna d'altro canto dimenticare il movimento cooperativo, che nell'ultimo ventennio dell'Ottocento si sviluppò in Italia sia in ambiente cattolico che in ambiente socialista. Le cooperative nascevano per fornire opportunità alla classi meno agiate nel duro momento della accumulazione originaria del capitale, per dirla in termini marxiani, e servivano a tre cose.

La prima era la cooperativa di lavoro, che consentiva di migliorare le condizioni economiche dei salariati. La seconda era la cooperativa di consumo, tipicamente per l'acquisto di beni a prezzi più convenienti degli acquisti possibili per i singoli, fenomeno a tutt'oggi enorme in Europa, dove le cooperative controllano una quota importante della grande distribuzione. Il terzo ramo era il credito: le cooperative rendevano possibile l'accesso delle classi meno agiate ai

servizi bancari, inaccessibili quando le banche chiedevano dimensioni inarrivabili ai rapporti, erano troppo costose e non accettavano operai e braccianti, perché non avevano merito di credito<sup>13</sup>.

Ebbene le cooperative sono un esempio di come un'impresa non persegua necessariamente uno scopo lucrativo e possiamo dire che le cooperative (specie le cooperative sociali) sono le antesignane e in un certo senso le "concorrenti" dell'impresa sociale.

Difficile prevedere gli sviluppi, ma ragionando sulla base del testo di ddl al momento disponibile, si notano alcune ambiguità che sarebbe opportuno risolvere, *in primis* la collocazione o meno dell'impresa sociale nel terzo settore. In alcuni passaggi, infatti, sembra che si vogliano disciplinare due tipi di soggetti distinti, per quanto contigui (ad es. l'articolo 9, comma 1, lettera g che si riferisce agli investimenti "degli enti di terzo settore e delle imprese sociali" quasi che si tratti di due diverse entità). Il relatore del disegno di legge delega nella sua presentazione al Senato ha precisato che deve essere chiarito, sia nell'articolo 1 che nel testo complessivo, che le imprese sociali sono ricomprese entro la dizione "enti privati" e che esse fanno indiscutibilmente parte a pieno titolo del Terzo settore. Sembrerebbe quindi intenzionato ad eliminare ogni dubbio sul fatto che le diverse previsioni che nel testo ricorrono e che sono indirizzate "agli enti di cui all'articolo 1", siano riferite anche alle imprese sociali<sup>14</sup>.

Molti invece vedono un inquinamento dei valori del terzo settore se si permette di far confluire in questo l'impresa, cioè l'istituto che "per definizione" segue la logica del profitto.

---

<sup>13</sup>Ricordiamo che nel dopoguerra la banca cooperativa si è divisa in modo evidente in due modelli, uno solo dei quali veramente cooperativo, mentre l'altro ne ha mantenuto solo la veste formale. Le "vere" cooperative sono le banche di credito cooperativo, mentre le banche popolari, hanno preso un'altra strada, hanno incominciato a fondersi e due dei primi 5 gruppi bancari in Italia sono banche popolari. Dopo anni di tentativi di ricondurre il modello a razionalità nel 2015 si è stabilito un tetto oltre il quale le banche popolari hanno l'obbligo di trasformarsi in società per azioni, adeguando la forma societaria alla sostanza della attività imprenditoriale svolta

<sup>14</sup>Cosa peraltro che sembra evincersi nel testo del ddl nella parte in cui si afferma che le organizzazioni di terzo settore operano anche attraverso la produzione e lo scambio di beni e servizi.

Qui forse entra in gioco una certa confusione, che ancora esiste tra le nozioni di “no profit” e “non profit”: spesso infatti si utilizzano i termini in maniera intercambiabile, quando invece si tratta di fattispecie distinte confuse forse a causa di un’inappropriata traduzione dall’inglese. “No profit”, ovvero “nessun profitto”, tende a rappresentare quelle organizzazioni del terzo settore che non svolgono alcuna attività di mercato, quelle organizzazioni che, per essere efficaci nelle soluzioni che propongono, necessitano del dono e del tempo altrui in forma gratuita, e che oggi soffrono di più per la mancanza di risorse. A questa categoria appartengono gran parte delle onlus e delle organizzazioni di volontariato, che rappresentano un patrimonio di valore sociale inestimabile per il nostro Paese. Il “non profit”, invece deriva da “not for profit” (traducibile più correttamente con “non a fini di lucro”) e rappresenta invece quelle organizzazioni che possono anche svolgere un’attività sul mercato per fini sociali, grazie alla quale producono un profitto indirizzato principalmente, se non esclusivamente, a sostenere la missione non lucrativa. Queste ultime rappresentano circa la metà dei soggetti operanti nel terzo settore italiano e sono le uniche a crescere ed a creare occupazione in modo sostenibile.

Le imprese sociali sono evidentemente soggetti non profit, detto questo non è il caso di metterle in contrapposizione con i soggetti no profit, ma valorizzare l’aspetto che le due tipologie hanno in comune (il fine perseguito) e trovare gli strumenti legislativi più idonei a consentire e favorire lo sviluppo dell’impresa sociale <sup>15</sup>.

Il momento è propizio: il modello cooperativo sembra in crisi (e l’indebolimento dell’operare delle cooperative potrebbe “aiutare” lo sviluppo dell’impresa sociale<sup>16</sup>), il *welfare state* è in crisi.... È sempre più impellente la

---

<sup>15</sup>Cfr. BONFANTE, *L’impresa sociale e la realizzazione di finalità di interesse generale*, in *Impresa sociale*, n.2, 2005, p. 99 e ss.

<sup>16</sup>Il riferimento alla crisi delle cooperative non è agli scandali italiani, quanto alla crisi del modello: penso al fatto che sebbene la tipologia società cooperativa sia ancora una delle forme utilizzabili per le start up innovative, dovrà comunque fare i conti con la Srl semplificata dai costi certamente minori; e dovrà prima o poi tener presente anche gli ammonimenti della Corte di Giustizia

necessità di trovare una risposta alla (cronica) scarsità di risorse economiche dello Stato per far fronte alle future necessità delle economie occidentali.

Pensiamo alla gestione dei servizi pubblici locali, all'istruzione, alla valorizzazione del patrimonio culturale, alla *green economy* .... sono tutte grandi aree di bisogno sociale

Attenzione: con la crisi del *welfare state* il rischio non è solo quello che i bisogni rimangano senza soddisfazione, il rischio è anche che queste aree di bisogno sociale vengano "colonizzate" dal mercato (secondo logiche puramente di mercato). E il rischio è alto e concreto: con debiti pubblici in crescita nonostante i tentativi di contenimento, i beni culturali, il patrimonio ambientale e tutti quei beni comuni che hanno a che fare con i diritti fondamentali dell'uomo rischiano di appartenere ad un soggetto (indebitato) che non è più in grado di gestirli, né di sostenerne i costi. La riforma del terzo settore potrebbe consentire di sviluppare soluzioni organizzative in grado di riconsegnare i beni pubblici ai cittadini e scongiurare il pericolo di speculazione. L'impresa sociale permetterebbe di gestire questo patrimonio attraverso un modello economico in cui il profitto generato dall'attività commerciale non rappresenta il fine ultimo, ma viene gestito ed utilizzato come mezzo per rendere autosufficiente l'impresa stessa.

Allora meglio aprire all'impresa sì, ma senza lasciare queste attività in balia della privatizzazione selvaggia e della speculazione e questo può avvenire se si incoraggia la gestione di queste attività secondo un modello alternativo.

Quello che sto cercando di dire è che dietro la disciplina del terzo settore e dell'impresa sociale non c'è solo il tema di disciplinare questa o quella fondazione

---

Europea, che ha individuato nella gestione di servizi al socio - e non nella mutualità esterna - il vero DNA della cooperativa, soprattutto in funzione della percezione delle agevolazioni fiscali. In ambito nazionale abbiamo da ultimo assistito allo smantellamento delle resistenze lobbistiche delle banche popolari che a seguito del dl 35/2015 sono state costrette (superate certe soglie di attivo) a fare i conti con l'eccessivo scostamento della loro operatività concreta rispetto alla forma cooperativa e obbligate alla trasformazione in spa, mentre le banche di credito cooperativo stanno pensando ad una sorta di "autoriforma". Sulla riforma imposta attraverso il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 si vedano gli scritti in CAPRIGLIONE (a cura di), *La riforma delle banche popolari*, Cedam, 2015.



o associazione o cooperativa sociale ... dietro c'è un'apertura ad una nuova forma di economia, alternativa al capitalismo neo-liberista, (l'unico modello economico proposto negli ultimi anni ed i cui eccessi hanno portato a storture sotto gli occhi di tutti). Qualcuno la chiama l'economia civile, l'economia nell'interesse delle persone.

La Francia ha approvato una legge sull'economia sociale e solidale (loi n. 2014-856 del 31 luglio 2014: si tratta di una legge molto articolata che prevede tra l'altro uno specifico ministero per l'economia sociale e solidale), nel Regno Unito sono attive oltre 10.000 CIC company (Imprese di interesse comune)<sup>17</sup> e ovunque (anche in Italia) si stanno diffondendo le c.d. B-company<sup>18</sup>.

Evidentemente l'impresa tende ad allontanarsi in vari modi dalla logica meramente "lucrativa". Aiutata in questo dalle difficoltà occupazionali registrate ovunque, che hanno indotto a valorizzare l'impresa come fattore di introduzione dei giovani nel mondo del lavoro.<sup>19</sup>

L'impresa viene accreditata come strumento occupazionale. È "lavoro" non solo quello del dipendente ma anche quello dell'imprenditore, in un contesto in cui il capitale (*rectius*, il capitalista) ha un rilievo meno centrale di un tempo: anche perché di capitale ce n'è poco e invece di disoccupati ce ne sono tanti.

Ho detto che il momento sembra propizio ad un ripensamento delle logiche proprie del mercato e dei rapporti tra questo e il c.d. Terzo settore

---

<sup>17</sup>La stessa cooperazione internazionale sta modificando il proprio approccio, spostando il focus dei propri interventi da quegli aiuti e donazioni umanitarie di tipo caritatevole che vanno assottigliandosi sempre di più e che producono risultati di breve periodo, alla costituzione di vere imprese sociali, che producono occupazione, autosufficienza e sviluppo di lungo periodo nei paesi dall'economia più arretrata.

<sup>18</sup>Cfr. RANDAZO - TAFFARI, *Riforma del Terzo Settore e Impact investing. Adesso si cambia*, IPSOA, 2015, p. 53-54

Nel periodo intercorrente tra il Convegno ADDE e la pubblicazione di questo saggio il legislatore ha approvato la legge di stabilità nella quale è stata inserita una disciplina ad hoc per le Benefit corporation senza alcun coordinamento con il ddl delega pendente in materia di riordino dell'impresa sociale.

<sup>19</sup>Ecco che si sono avute delle leggi che hanno introdotto la Srl semplificata in Europa a costo zero o quasi, la logica sottesa è quella di superare il modello occupazionale basato sul lavoro dipendente spostandolo verso quello dell'imprenditore. L'impresa viene vista come mezzo di innovazione e l'innovazione si va declinando sempre più non solo sul terreno tecnologico, ma anche su quello sociale.

Prendere atto che l'impresa può svolgere un ruolo nuovo, senza negare né rinnegare alcuna forma tradizionale di attività no profit, che valorizza il volontariato ed il profilo del dono, l'impresa può operare anche senza seguire necessariamente la logica del solo profitto. E il profitto non è un male in sé: anzi può essere uno strumento per il raggiungimento di un fine ulteriore che va a beneficio non del solo imprenditore, ma del bene comune.

Se l'esperienza italiana può insegnare qualcosa è che il terzo settore deve essere preservato da ogni logica speculativa, ma al tempo stesso che ci deve essere apertura al contributo che la cultura dell'impresa for profit può portare in termini di managerialità e attenzione per la sostenibilità economica. Sono comprensibili i timori di coloro che vogliono preservare il terzo settore dal rischio di diventare una nuova area alla quale estendere le aspettative di rendimento di un'economia finanziarizzata. Ma il timore deve indurre non a bloccare i processi di riforma in atto bensì ad indirizzarli per consentire semmai il processo inverso e cioè portare le risorse finanziarie dentro il terzo settore per incrementare l'impatto delle sue organizzazioni, per mettere queste in condizione di essere più incisive rispetto alle grandi questioni sociali. Le risorse finanziarie vanno messe a disposizione dell'economia sociale, dell'economia reale, dei progetti di ampio respiro che produrranno benefici di lungo termine, anche alle generazioni future e non solo agli investitori a scapito di altri, ma non per questo non è detto che non abbiano un rendimento anche economico, solo non di breve periodo, non speculativo.

In Europa si sta pensando come incentivare, indirizzare verso queste attività dei capitali di investitori pazienti come ad esempio fondi pensione, fondi infrastrutturali, assicurazioni, imprenditori responsabili del territorio e gli stessi cittadini<sup>20</sup>.

4. Se il mercato cambia, se nel mercato si affermano nuove formule organizzative più attente allo sviluppo del bene comune, dell'economia reale, dei

---

<sup>20</sup>Ad esempio disciplinando ed incentivando nuove forme di partecipazione come i social bond.

bisogni dell'ambiente e delle persone, non è detto che il mercato finanziario sia pronto a finanziarle. L'Europa ha cominciato ad esempio ad interrogarsi (come abbiamo visto) su come far incontrare imprenditoria sociale e finanziatori privati (non solo erogando fondi pubblici), ma non solo: si è interrogata su come riequilibrare una distribuzione di risorse ancora troppo sbilanciata a favore di una finanza di breve e speculativa<sup>21</sup> e indirizzare le risorse dei mercati finanziari (o almeno una parte qualificata di queste) verso investimenti di lungo periodo, che abbiano un ritorno favorevole anche per le generazioni future. Per far ciò il regolatore ha un potere più ampio di quanto si creda.

Anni di regolazione prudenziale hanno fatto tutti persuasi che questa non crei "distorsioni" nelle logiche di mercato.

La crisi - mettendo tutto in discussione - ha anche fatto riflettere sulle distorsioni della regolazione prudenziale. Se quest'ultima può avere effetti non voluti sull'economia reale (quali ad esempio gli effetti prociclici degli accordi di Basilea), la stessa può essere utilizzata per raggiungere obiettivi ulteriori rispetto a quelli di mera stabilità<sup>22</sup>. Può essere un punto di partenza per introdurre regolazioni che siano (anche) incentivanti per certe tipologie di investimenti.

Il tema si interseca con quello del finanziamento di lungo periodo dell'economia, tema affrontato inizialmente in Europa nel 2008 e poi divenuto un

---

<sup>21</sup>Per alcuni il riconoscimento ed i risultati si riscontrano "più a livello culturale, o politico-culturale, che sul terreno della finanza e dell'economia e delle regole che le governano." In tal senso ad esempio BASSANINI - REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker*, in *Astrid rassegna* n. 11, 2015. Saggio a cui si rinvia per la ricostruzione del concetto di investimenti di lungo periodo dal 2008 ad oggi.

Non affrontiamo invece il tema delle iniziative a favore degli investimenti pubblici che rientrano in altro capitolo secondo noi, seppur affrontati dal legislatore in contesti anche identici come ad esempio nel c.d. Piano Juncker. Altro tema è ad esempio quello sulla flessibilità di bilancio – *Golden Rule* – nel finanziamento delle infrastrutture e delle PMI. Ma lo teniamo distinto perché è sempre connesso al "ruolo" degli investimenti pubblici, del finanziamento da parte dello Stato.

<sup>22</sup>Il Rapporto de Larosière sulla supervisione finanziaria del febbraio del 2009 affronta il tema degli standard contabili sostenendo che il modello di business degli intermediari deve essere tenuto in debita considerazione, soprattutto se costituito da attività e passività di lungo termine, che gli standard devono promuovere i comportamenti anti-ciclici e che gli investimenti di lungo periodo devono essere incoraggiati o almeno non penalizzati rispetto agli impieghi finanziari a breve. Inoltre, sul fronte della *corporate governance*, suggerisce di rivedere i sistemi di remunerazione, affinché favoriscano l'interesse (non di breve ma) di lungo periodo degli azionisti e della società.

tema di ricerca anche in altri Paesi<sup>23</sup>. Il punto di approdo di questa riflessione in ambito europeo è l'adozione del Piano d'azione sulla *Capital Market Union*<sup>24</sup>, pubblicato dalla Commissione europea il 30 settembre 2015. Un progetto a lungo termine che ricomprende sia provvedimenti già adottati, sia prevede interventi attuabili a breve sia altri oggetto di una calendarizzazione di massima. Un progetto dicevamo di ampio respiro che punta a conseguire la realizzazione di un'Unione dei mercati dei capitali entro il 2019.

La Capital Market Union sarà la cornice nella quale opereranno gli operatori finanziari ed economici dei prossimi anni, la cornice che dovrebbe garantire l'aumento e la diversificazione delle fonti di finanziamento per le imprese europee e per i progetti infrastrutturali a lungo termine, per dare una risposta ai problemi di carenza di investimenti nell'Unione Europea e per rendere il sistema finanziario più stabile.

Un mercato unico per i capitali potrebbe effettivamente contribuire a sostenere una condivisione transfrontaliera del rischio, creare mercati più liquidi e diversificare le fonti di finanziamento per l'economia.

Il nuovo contesto che emergerà dalla realizzazione dell'Action plan sarà il mercato in cui vedremo alla prova nuovi strumenti già disciplinati ma ancora all'esordio come i fondi europei a lungo termine (ELTIF), i fondi europei per le venture capital (EuVECA) o fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF). Gli EuVECA sono disciplinati, dal regolamento UE n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 e gli EuSEF dal regolamento UE n. 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013. Gli ELTIF sono un nuovo

---

<sup>23</sup>Cfr. BASSANINI - REVIGLIO cit. nel paragrafo dedicato alla “cronistoria del concetto di investimenti di lungo periodo dal 2008 ad oggi”, si possono trovare sintetizzate le principali proposte e iniziative che (dalla prima iniziativa di studio italo-francese dell'autunno del 2008 sulla fattibilità di un grande fondo europeo per le infrastrutture e l'energia) si sono succedute, a livello europeo e globale, sul fronte degli investimenti di lungo periodo.

<sup>24</sup>Anche se il percorso non è stato facile, come testimonia il fatto che mentre la riflessione giuridica procedeva indagando le regolazioni e le politiche pubbliche più adatte a promuovere gli investimenti di lungo termine (si veda ad esempio il rapporto Monti), il recepimento delle regole di Basilea IV, con la direttiva CRD IV, e la regolazione del settore assicurativo assicurata da Solvency II continuano a penalizzare gli investimenti a medio-lungo termine nell'economia reale.

tipo di organismo di investimento collettivo del risparmio, disciplinati dal Regolamento (UE) 2015/760 del Parlamento europeo e del Consiglio del 29 aprile 2015<sup>25</sup> (pubblicato in data 19 maggio 2015 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e si applica a partire dal 9 dicembre 2015), per facilitare gli investimenti da parte di investitori istituzionali e *retail* in progetti che richiedono l'impiego a lungo termine di capitale.

Il capitale di un ELTIF può essere investito esclusivamente in due categorie di attività: (a) investimenti ammissibili, e (b) le *asset class* rientranti tra gli *eligible investment* ai sensi della direttiva UCITS.

Senza entrare nel dettaglio segnalo che la disciplina europea, limitando l'operatività di questi fondi verso determinati investimenti, effettua una scelta precisa (e non per la stabilità del sistema finanziario, ma per il rilancio dell'economia reale) e ricordo che tra le iniziative finanziabili (investimenti ammissibili), in cui deve essere investito almeno il 70% del patrimonio dell'ELTIF rientrano anche le partecipazioni dirette o indirette in singole attività reali per un valore di almeno 10 milioni di euro.

La definizione di attività reali include le attività che hanno un valore, data la loro natura e caratteristiche, e sono suscettibili di generare flussi di cassa nonché altre attività che danno luogo ad un beneficio economico e sociale. In particolare, ai sensi dell'articolo 2, numero 6) del Regolamento, sono attività reali le "attività che hanno un valore, data la loro natura e le loro caratteristiche, e che possono offrire rendimenti, comprese le infrastrutture e altre attività che danno luogo a un beneficio economico o sociale, come l'istruzione, la consulenza, la ricerca e lo sviluppo, e compresi gli immobili commerciali o residenziali, solo se sono elementi integranti o accessori di un progetto d'investimento a lungo termine che contribuisce al raggiungimento dell'obiettivo perseguito dall'Unione di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva".

---

<sup>25</sup>L'obiettivo di un profilo di prodotto coerente, stabile ed uniforme è stato perseguito optando per una disciplina dettata mediante regolamento, strumento adottato per finalità anti-*gold-plating*.

Si ribadisce poi l'orientamento di questi fondi all'investimento in attività "reali" nella parte in cui, individuando la nozione di impresa di portafoglio ammissibile, il Regolamento specifica che l'impresa deve avere determinate caratteristiche tra le quali (lettera *a*) non essere un'impresa finanziaria<sup>26</sup>, categoria nella quale rientrano – sempre secondo il Regolamento - gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione mista, le società di gestione di OICVM e i gestori di fondi di investimento alternativi. Una deroga espressa è prevista per le imprese finanziarie che finanziano unicamente imprese di portafoglio ammissibili oppure attività reali.

5. Alcune osservazioni di sintesi al termine della ricognizione effettuata: la crisi non ha determinato la nascita di un nuovo modello economico, ma ha costretto il legislatore a dare maggiore attenzione ad alcuni fenomeni che già si erano sviluppati all'interno del mercato seguendo logiche non di mero profitto e lo ha indotto a sostenere ed incentivare questi modelli "imprenditoriali" non come esperienze – seppur meritevoli – di nicchia, ma come modelli imprenditoriale "virtuosi" (vincenti anche sul piano della sostenibilità economica).

La crisi ha fatto cambiare il modo in cui porsi nei confronti della regolazione dei mercati finanziari:

con lo sviluppo dell'investimento sociale, anche gli strumenti di regolazione devono adeguarsi e porsi ad esempio il problema della misurazione dell'impatto sociale (nelle fasi di pianificazione, investimento, monitoraggio provvisorio, rendicontazione e apprendimento).

Con la constatazione che certe regolazioni basate su coefficienti

---

<sup>26</sup>Inoltre non deve essere ammessa alla negoziazione su un mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione ovvero, ove ammessa, deve avere una capitalizzazione di mercato inferiore a 500 milioni di euro e deve essere stabilita in un paese membro dell'Unione Europea ovvero in un paese terzo non classificato come paese ad alto rischio e non collaborativo e che abbia firmato accordi di cooperazione a fini fiscali con lo stato di origine del gestore e tutti gli altri stati in cui si intende commercializzare l'ELTIF.

patrimoniali si sono innescati effetti non voluti pro-ciclici e incoraggianti nei confronti della speculazione, occorre correggere il tiro e riportare dentro la regolazione dei mercati finanziari anche altri parametri, volti a garantire non solo stabilità e concorrenzialità, ma anche la sostenibilità<sup>27</sup>.

Addirittura forse si potrebbe ripensare la nozione di aiuto di Stato, laddove si facciano scendere in campo le istituzioni nazionali di finanziamento per sostenere gli investimenti di lungo periodo e la crescita economica.

Di fatto l'Europa ha già preso posizione: come si legge nel libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea (Green paper del 25 marzo 2013) solo gli investimenti a lungo termine possono sostenere le riforme economiche strutturali e consentire di tornare a una duratura tendenza alla crescita economica. Il nuovo costituendo mercato unico dei capitali dovrà andare incontro non solo da un lato all'esigenza di finanziamento delle grandi opere infrastrutturali, ma anche dall'altro a quelle delle imprese di minori dimensioni: a queste occorre consentire di ottenere finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, far convergere i costi di investimento e di accesso ai prodotti di investimento in tutta l'UE, rendere più facile ottenere finanziamenti attraverso i mercati dei capitali e chiedere finanziamenti in un altro Stato membro.

Negli interventi di regolazione illustrati si scorge lo sforzo del legislatore di assecondare un'esigenza che emerge anche dal mercato, ma che si scontra con le logiche tradizionali del profitto (di breve termine) nei mercati finanziari. Il legislatore offre dunque strumenti al mercato per poter affermare nuove logiche - sempre di mercato -, ma non più di profitto immediato e non solo nell'interesse di chi investe, ma anche del mercato in generale (di crescita) e delle generazioni

---

<sup>27</sup>È veramente finito il ruolo di indirizzo dello Stato (dell'ordinamento dei pubblici poteri, sempre più sovranazionali, ma comunque distinti dal mercato) nei confronti degli operatori economici una volta che si è affermata la regolazione economica come modello di intervento possibile dello Stato in economia? Domanda che si può leggere in filigrana anche nel dibattito in corso sulla incompatibilità o meno tra regolazione economica e politica industriale sul punto si veda TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, in *Astrid Rassegna*, n. 15/2015.

future.

Il proliferare della regolazione richiederà interventi di “manutenzione” per esaminare la coerenza della legislazione UE degli ultimi anni. Non a caso la Commissione ha lanciato, in parallelo al Piano d’Azione, una consultazione pubblica per valutare la coerenza complessiva del quadro della legislazione finanziaria. Con la *call for evidence “EU Regulatory Framework for Financial Services”* è una consultazione pubblica la Commissione ha invitato tutte le parti interessate, entro il 6 gennaio 2016, a fornire un *feedback* e l’evidenza empirica sui benefici, gli effetti indesiderati, la consistenza e la coerenza della normativa finanziaria adottata negli ultimi anni, caratterizzati da legiferazione intensa, adottata spesso in circostanze difficili e in un breve periodo di tempo, sull’urgenza del provvedere. Perciò occorre verificare che le numerose interazioni e sovrapposizioni tra le normative adottate non inneschino conseguenze indesiderate.

**Elisabetta Bani**

*Professore associato di diritto dell'economia  
nell'Università di Bergamo*



**FONDI DI GARANZIA DEI DEPOSITI E CRISI BANCARIE.  
NOVITÀ E PROFILI PROBLEMATICI ALLA LUCE DEL NUOVO  
FRAMEWORK REGOLAMENTARE EUROPEO IN MATERIA  
RISANAMENTO E RISOLUZIONE\*.**

*(Deposit guarantee schemes and banking crises.  
New trends and challenges in light of the new european regulatory  
framework of banking recovery and resolution)*

**ABSTRACT:** *The recent financial crisis, and the subsequent need to harmonize and strengthen the regulation on crisis management in Europe, have led to important reforms, which substantially affect the Italian system of crisis management.*

*The paper provides an assessment of the main changes in the role and functioning of the Deposit guarantee schemes (DGS) arising from the new rules laid down by the Bank Recovery and Resolution Directive (2014/59/EU, BRRD) - recently transposed in the Italian legal system by Legislative Decree no. 180/2015 - and the Deposit guarantee schemes Directive (2014/49/EU, DGS-D) on the one hand and from the provisions on State aid to the financial sector, on the other.*

*Identifying the role and the tasks of the DGS in the context of banking crisis is a crucial matter in relation to the Italian system, due to the key role traditionally played by the national deposit insurance funds and taking into account their extensive mandate, which goes beyond the mere paybox function.*

*Indeed, as well known, in addition to the mandatory task to reimburse depositors in the event of banks' compulsory administrative liquidation, the Italian DGS are empowered to perform other kinds of intervention, such as preventive actions aimed at avoiding the bank's default (or restructuring a failing bank) as*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

Le opinioni espresse sono esclusivamente personali e non impegnano né coinvolgono in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

*well as other measures that are “alternative” to depositors’ payout, to support the transfer of assets and liabilities from a failed bank to another viable entity.*

*After a preliminary description of the design of Italian DGS – with particular regard to their structure and legal form (of a private-law consortium), their decision making process and their interrelationships with the supervising authority – the paper analyses the new rules and their impact on the existing national regulatory framework, making several comments on the effects that they may have on the role traditionally played by the domestic deposit insurance schemes, with specific regard to the possibility to realize alternative interventions.*

*As for alternative measures, the work firstly examines the limits and constraints for their implementation arising from the cited Directives (BRRD and DGS-D), verifying whether (and to what extent) the new provisions may affect their feasibility and, more generally, the traditional way to resolve banking crisis in the Italian system. To this end, the work on the one hand examines the principles underlying the “resolution framework” and, in particular, the funding mechanisms operating in that context (e.g., the bail-in tool, according to which shareholders and creditors shall bear an appropriate share of the bank’s losses). On the other, a specific attention is paid to the position that the new provisions confer to the DGS in the hierarchy of claims - i.e., the (new) depositor preference in the context of bank resolution and winding up proceedings –investigating whether such position, in connection to the “least cost criterion” (which generally affects the possibility to realize alternative interventions) and to the “no creditor worse off principle” (introduced by the BRRD), is likely to influence the frequency and the feasibility of the said alternative actions.*

*Under a different perspective, the work further analyzes the discipline on State aid to the banking sector (the “2013 Communication of the European Commission”), which set out specific rules on DGSs’ interventions. The principle set forth by the Communication is that DGS’ interventions which are aimed at reimbursing depositors of a failed bank do not constitute State aid; conversely,*

*interventions (other than reimbursement of depositors) to restructure a failing credit institution may constitute State aid if: (i) they are implemented under the control of the State and (ii) the decision as to the funds' use is imputable to the State – irrespective of whether the funds derive from the private sector or not. Against this backdrop, the work examines the concepts of control of the State and “imputability” to the State of the decision as to funds' application, on the assumption that such notions are crucial to consider the measures in questions as State aids. Against this backdrop, the central issue is whether the Italian DGS' alternative interventions may be regarded (or not) as State aids in light of the described regulation. To this end, the paper recalls the general principles underlying the State aid discipline, also making reference to some ECJ's judgments and to recent European Commission's decisions, and makes several comments on the possibility (and suitability) to apply the State aid rules to such measures.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. I sistemi italiani di garanzia dei depositi: cenni. - 2. Ruolo e utilizzo dei DGS nel nuovo sistema di gestione delle crisi bancarie. 3. – Ruolo e utilizzo dei DGS nel nuovo sistema di gestione delle crisi bancarie. - 4. Ruolo e utilizzo dei DGS nel nuovo sistema di gestione delle crisi bancarie.

1. Il presente lavoro si propone di analizzare i principali profili di novità nel ruolo e nell'operatività dei sistemi (nazionali) di garanzia dei depositanti, alla luce del nuovo *framework* regolamentare europeo in tema di risoluzione e gestione delle crisi bancarie (Direttive BRR e DGS)<sup>1</sup>, oltre che dei recenti orientamenti della Commissione in materia di aiuti di Stato al settore bancario.

---

<sup>1</sup>Si fa riferimento in particolare: (i) alla Direttiva 2014/59/UE del 13 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento nei Paesi dell'UE (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*); (ii) alla Direttiva 2014/49/UE che armonizza le regole di funzionamento e di finanziamento dei sistemi di garanzia dei depositanti in ambito UE (*Deposit guarantee schemes, DGS-D*), attualmente in fase di recepimento. La BRRD è stata peraltro recepita in Italia con D.lgs. n. 180 del 16 novembre 2015. V. in materia, BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, 2015.

I sistemi di garanzia dei depositi svolgono, come noto, una funzione cruciale nella gestione delle crisi bancarie, operando quale parte integrante della rete di sicurezza (“*safety net*”) a tutela dei depositanti e, più in generale, della stabilità complessiva del sistema finanziario<sup>2</sup>. L’assetto organizzativo, i meccanismi decisionali, le modalità operative e l’interazione dei DGS con le Autorità di Vigilanza sono peraltro variamente conformati nei diversi ordinamenti europei, in ciascuno dei quali dunque il rinnovato impianto normativo in materia di crisi bancarie risulta aver assunto una portata diversa.

Il sistema italiano di tutela dei depositanti si compone di due fondi di garanzia, aventi entrambi la forma giuridica del consorzio di diritto privato istituito tra le banche aderenti: il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (Fitd), operante in via generalizzata per tutte le banche autorizzate in Italia, e il Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo, riservato alla partecipazione delle banche di credito cooperativo<sup>3</sup>. La natura giuridica privata si riflette anche sui profili gestionali, spettando agli organi dei Fondi, composti da rappresentanti designati dalle stesse banche consorziate, l’adozione delle decisioni di utilizzo delle risorse del DGS e di intervento. Anche sul piano patrimoniale, le risorse necessarie al funzionamento dei sistemi sono fornite dalle banche aderenti,

---

<sup>2</sup>Cfr., in generale sul tema, *inter alia*, CAPRIGLIONE - CERCONE, *Art. 96, Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, II, Padova, 2001, p. 747 ss; BONFATTI - VATTERMOLI, *I sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, a cura di Panzani V, Torino, 2000, II, p. 747 ss.; MACCARONE, *Sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Belli, Contento, Griffi, Porzio, Santoro, Bologna, 2003; nonché CERCONE, *Le procedure per la crisi dei gruppi bancari*, in *Le procedure concorsuali, Procedure minori*, diretto da Ragusa Maggiore e Costa, UTET, 2001; GALANTI, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Cedam, 2008, p. 1009 ss.; COSTI, *L’ordinamento bancario*, Bologna, 2007; BOCCUZZI, *I rapporti tra sistemi di garanzia dei depositanti e autorità di vigilanza nell’esperienza italiana e internazionale*, *Working Paper* n.5, 2009; MULIERI, *Art. 96 ter, Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Costa, Giappichelli, 2013; MECATTI, *Sub art. 96 e ss.*, in *Testo unico bancario*, a cura di M. Porzio, Giuffrè, 2010; MIELI, *Crisis management and deposit insurance schemes: the Italian experience and the European perspective*, Roma, 30 settembre- 1 ottobre 2010.

<sup>3</sup>Il sistema del credito cooperativo contempla inoltre il Fondo di garanzia degli obbligazionisti del credito cooperativo (funzionale garantire il rimborso, fino a un dato ammontare, delle obbligazioni emesse dalle BCC partecipanti), e il Fondo di tutela istituzionale, non ancora operativo (quale forma di IPS – *institutional protection scheme*- di cui all’art. 113 para. 7, Reg. 575/2013) e costituente uno sistema volontario fondato sul sostegno patrimoniale e di liquidità fra le BCC aderenti.

secondo una logica di tipo mutualistico- solidaristica, secondo cui è lo stesso sistema bancario che contribuisce direttamente alla tutela della propria stabilità<sup>4</sup>. Il sistema di *funding* si è, peraltro, basato sino ad oggi su un meccanismo di contribuzione *ex post* (a chiamata), facente leva sul richiamo degli impegni di pagamento assunti dalle aderenti (e calibrati sull'entità dei rispettivi fondi rimborsabili) a fronte di effettive esigenze di intervento. Peraltro, su tale meccanismo di finanziamento incide la citata Direttiva DGS-D del 2014 (di prossimo recepimento), la quale prevede tra l'altro il passaggio a un più articolato sistema di *funding*, basato principalmente sul versamento di contributi *ex ante* (fino al raggiungimento di un livello obiettivo)<sup>5</sup> e su un eventuale richiamo di contributi straordinari, nel caso di insufficienza delle risorse finanziarie ai fini del rimborso, oltre al possibile ricorso a fonti alternative di finanziamento (a breve termine). Di qui, il configurarsi di un nuovo scenario, nel quale si perviene – differentemente dal sistema attuale- alla creazione di veri e propri (e ingenti) fondi, rimessi alla gestione del DGS.

L'adesione a uno dei due Fondi è peraltro obbligatoria per le banche autorizzate in Italia<sup>6</sup>, risultando condizione per l'accesso all'attività bancaria<sup>7</sup>.

Quanto agli aspetti funzionali, una breve descrizione delle modalità

---

<sup>4</sup>Diffusa è inoltre la constatazione per cui i Fondi di garanzia dei depositanti, in virtù del sistema di indicatori gestionali e patrimoniali assunti ai fini della determinazione delle contribuzioni, svolgono un'azione "preventiva", in termini di monitoraggio sul sistema bancario. Cfr. tra gli altri MULIERI cit., p. 993.

<sup>5</sup>Ai sensi della DGS-D, la contribuzione è commisurata alla consistenza dei depositi protetti e al grado di rischio di ciascun intermediario consorziato, fino al raggiungimento (entro il 3.7.2024) di un livello-obiettivo pari allo 0,8% dei depositi coperti.

<sup>6</sup>La partecipazione a un DGS è stata resa obbligatoria, per le banche europee, dalla Direttiva 94/19/CE. V. art. 96 TUB, che impone alle banche italiane di aderire a uno dei sistemi di garanzia dei depositi istituiti e riconosciuti in Italia. Per le succursali di banche comunitarie l'adesione a un DGS italiano è facoltativa - per integrare la tutela offerta dal DGS del Paese di origine: al riguardo, deve peraltro segnalarsi come, stante l'avvenuta armonizzazione del livello massimo di garanzia dei depositi in UE, gli spazi per un tale *topping up* risultano oggi sostanzialmente residuali. Le succursali di banche extracomunitarie autorizzate sono infine tenute ad aderire a un DGS italiano, salvo che partecipino a un DGS estero equivalente.

<sup>7</sup>Invero, come da più parti osservato, l'adesione a un DGS riconosciuto costituisce condizione per l'*esercizio* dell'attività bancaria e non per il *rilascio* dell'autorizzazione – la banca, infatti, dopo aver ottenuto l'autorizzazione è tenuta a comunicare all'O.d.V. l'adesione ad DGS: v. *inter alia* SEPE, *La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario*, Bari 2004.

attraverso cui detti sistemi generalmente intervengono nelle crisi bancarie appare centrale al fine di meglio comprendere la portata della nuova regolamentazione europea in relazione all'ordinamento italiano. In particolare, accanto alla principale (e obbligatoria) funzione di *paybox* per il rimborso dei depositanti, i Fondi di garanzia sono abilitati a realizzare (e hanno per lo più realizzato) forme di intervento alternative, normativamente previste e concretamente disciplinate dai relativi statuti. Ai sensi dell'art. 96-*bis* TUB, gli interventi dei DGS si articolano infatti in: (i) obbligatori, consistenti nel *payout* dei depositanti di banche sottoposte a l.c.a. (entro il limite di copertura pari a € 100 mila per deposito)<sup>8</sup>, con conseguente surrogazione del Fondo nei diritti di questi ultimi verso la liquidazione e con partecipazione dello stesso ai riparti (nei limiti dei rimborsi effettuati), senza godere di alcuna preferenza salvo che nei confronti dei depositanti medesimi per la parte superiore al limite di € 100 mila; (ii) facoltativi, a loro volta articolati in interventi alternativi, a sostegno di operazioni di cessione aggregata di attività e passività, sempre nel contesto della l.c.a. (e a copertura dello sbilancio di cessione)<sup>9</sup> e preventivi, volti al risanamento dell'intermediario in a.s.<sup>10</sup>.

Nella scelta dell'intervento, il criterio guida è quello del minor onere (*least cost criterion*), la praticabilità di interventi diversi dal rimborso essendo

---

<sup>8</sup>La previsione di un *cap* per il rimborso, insieme all'esclusione di talune fattispecie dal rimborso (ricongiungibili ad esempio a fondi di pertinenza di operatori qualificati) è volta, in principio, a contrastare possibili fenomeni di *moral hazard* da parte degli intermediari - *i.e.*, il rischio che la garanzia di beneficiare di interventi di rimborso dei depositi o di altra specie di interventi di sostegno in caso di dissesto si risolva in un incentivo al rischio e in una sostanziale deresponsabilizzazione delle banche, in pregiudizio dei canoni di sana e prudente gestione (Cfr. BOCCUZZI, *I rapporti tra sistemi di garanzia dei depositanti e autorità di vigilanza nell'esperienza italiana e internazionale*, Working Paper n. 9, febbraio 2005; KANE - DEMIRGUC - KUNT, *Deposit insurance around the globe: where does it work?*, NBER Working Paper n. 8493, September 2001).

<sup>9</sup>In conformità con la logica solidaristica sottostante al sistema del Credito Cooperativo, il FGDC può inoltre effettuare interventi integrativi a sostegno delle BCC consorziate in situazione di temporanea difficoltà, pur in assenza di una formale procedura di gestione della crisi – ma previa elaborazione di un piano di risanamento aziendale.

<sup>10</sup>L'intervento può assumere la forma di garanzie, assunzione di partecipazioni, altre forme tecniche (cfr. art. 29 Statuto FITD, il quale peraltro precisa che, qualora l'intervento assuma la forma di partecipazione al capitale, la detenzione di tale partecipazione da parte del Fondo debba essere limitata al tempo occorrente per il suo smobilizzo, secondo criteri di economicità).

condizionata all'esistenza, per essi - secondo un giudizio prognostico - di un costo inferiore a quello che il DGS avrebbe sostenuto per il *payout* dei depositanti in caso di liquidazione atomistica dell'ente bancario. Sul piano pratico, come anticipato, le forme di intervento alternativo hanno fino ad oggi rappresentato, nel nostro ordinamento, l'ordinaria modalità di intervento dei Fondi di garanzia, consentendo di preservare l'integrità del complesso aziendale e il valore di avviamento dell'ente insolvente, nonché di garantire la continuità dei servizi forniti da quest'ultimo (grazie al subentro di un nuovo intermediario "sano" e solvibile nei relativi rapporti)<sup>11</sup>.

Nell'assetto descritto, il coordinamento tra azione del DGS e Autorità di Vigilanza appare logicamente irrinunciabile. Ferma l'autonomia e la natura privata dei sistemi di garanzia, sono pertanto coerentemente previsti puntuali momenti di raccordo tra Fondo di garanzia e l'Autorità, a cui spettano taluni poteri autorizzativi, in relazione – almeno nel sistema sinora vigente<sup>12</sup> – a specifici aspetti, strutturali e operativi, del DGS. Tra di essi, rilevano in particolare: (i) il potere di approvare gli statuti (connesso, in definitiva, con il potere di riconoscere il DGS stesso), il quale peraltro lascia intatta la natura di questi ultimi quali atti di autonomia privata del sistema di garanzia; (ii) quello di autorizzare l'esclusione degli aderenti in caso di gravi inadempienze; (iii) quello di autorizzare *tutti* gli interventi, potere che si esercita nella fase della concreta attivazione del sistema di garanzia, e dunque nel quadro di una formale procedura di crisi (o pre-crisi). Si tratta di poteri che, pur se ritenuti da taluni tanto incisivi da condizionare l'autonomia dei Fondi<sup>13</sup>, risultano funzionali ad assicurare la necessaria coerenza dell'azione del DGS (da questo decisa in autonomia) con le concrete modalità di soluzione della crisi aziendale, nonché, più in generale, con la normativa

---

<sup>11</sup>Cfr. MACCARONE, cit., p. 1635.

<sup>12</sup>Si fa riferimento alla previsione, contenuta nella DGS-D del 2014 (art. 4 co. 7), di prossima attuazione nel nostro ordinamento, secondo cui l'O.d.V. vigila "*continuativamente*" sul DGS - per accertare il rispetto della normativa applicabile.

<sup>13</sup>Cfr. BONFATTI - VATTERMOLI, cit., 498.

(legislativa e statutaria) di riferimento<sup>14</sup>: si tratterebbe, in definitiva, di poteri limitati a un controllo di legalità dell'operato del Fondo, volti (esclusivamente) a verificarne la compatibilità con i generali obiettivi della tutela dei depositanti e di stabilità del sistema bancario<sup>15</sup>.

Sul sistema così delineato, incide oggi, sotto più profili, la nuova regolamentazione europea in materia di gestione e risoluzione delle crisi bancarie – che prosegue il processo di armonizzazione dell'ordinamento bancario già avviato con la costituzione dell'SSM<sup>16</sup>. La recente crisi finanziaria e l'esigenza, dalla stessa sollevata, di un rafforzamento e di un'armonizzazione, a livello europeo, dei regimi e delle procedure di definizione dei dissesti bancari, hanno, infatti, condotto all'elaborazione di un nuovo, complesso, impianto normativo – costituito dalla Direttiva BRR<sup>17</sup>, dal Regolamento SRM<sup>18</sup> e dalla Direttiva DGS - che uniforma

---

<sup>14</sup>La previsione di tali poteri appare peraltro coerente con la diffusa affermazione, secondo cui garanzia dei depositi e vigilanza costituiscono due facce della stessa medaglia (COSTI, cit., p. 853).

<sup>15</sup>Valorizzano l'opportunità di tali poteri alla luce della correlazione esistente tra sistemi di garanzia dei depositi e procedure di crisi, GIORGIANNI - TARDIVO, in *Diritto bancario* Giuffrè, 2006, p. 341; BOCCUZZI, *I rapporti tra sistemi di garanzia*, p. 24 cit.. Per un parallelo tra (i limiti del) potere autorizzatorio dell'O.d.V. sugli statuti dei DGS e quello sugli statuti delle banche, v. CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza* Giuffrè, 2001. La previsione di poteri autorizzatori e le istanze di coordinamento con l'Autorità di vigilanza ad essa connesse trovano peraltro riscontro anche in altri ordinamenti, ove si giunge a prevedere un vero e proprio assoggettamento dei sistemi di assicurazione dei depositi al controllo delle Autorità (cfr. Germania) ovvero ove gli stessi DGS svolgono anche funzioni di vigilanza (v. negli USA). Peraltro, la stessa direttiva DGS richiede che l'Autorità vigili “*continuativamente*” sul DGS, al fine di accertare il rispetto della normativa applicabile (art. 4 co. 7).

<sup>16</sup>Si fa riferimento alla recente entrata in vigore del sistema di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*) ai sensi del Reg. UE n. 1024/2013 (Reg. SSM), che accentra in capo alla BCE specifici compiti in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e che costituisce il primo pilastro dell'Unione Bancaria; il secondo pilastro è costituito, appunto, dal sistema di risoluzione unico (SRM), pienamente operativo a partire dall'1.1.2016, mentre l'istituzione del terzo pilastro, il sistema unico di garanzia dei depositi “pan- europeo”, è stata al momento rinviata, optandosi piuttosto per la creazione di un *set* normativo armonizzato applicabile ai sistemi di garanzia dei depositanti in ambito UE (in punto di livello di protezione e oggetto della garanzia; tempi per il rimborso; modalità di intervento; *funding* e criteri di contribuzione; informativa ai depositanti).

<sup>17</sup>La BRRD articola la gestione della crisi bancaria in tre fasi, con una graduazione dei poteri di intervento dell'Autorità (di vigilanza e di risoluzione) a seconda della gravità della crisi stessa: (i) quella della pianificazione, (ii) quella della prevenzione e degli interventi precoci (*early intervention*), in cui peraltro è oggi confluita l'amministrazione straordinaria e (iii) quella della *resolution* vera e propria, la quale a sua volta si articola negli strumenti della cessione di beni e rapporti giuridici a un terzo ovvero a un ente-ponte o ancora a una società veicolo, nonché nello strumento del bail-in. La l.c.a. resta peraltro in vigore, ponendosi come procedura alternativa alla risoluzione (quando manchi il requisito dell’*“interesse pubblico”* - v. *infra*).



e in parte innova l'assetto fino ad oggi vigente. In tale ambito si innestano, inoltre, i nuovi orientamenti della Commissione sugli aiuti di stato al settore bancario (cfr. Comunicazione della Commissione Europea del 2013: v. *infra*), che pure assumono una sensibile rilevanza in materia. Tali atti delineano, dunque, nuove modalità di gestione e di finanziamento delle crisi, le quali, in prospettiva, sembrano condurre ad una reinterpretazione del ruolo tradizionalmente svolto nelle crisi dai DGS italiani<sup>19</sup>.

2. Come anticipato, la Direttiva BRRD e la (nuova) direttiva DGS - nonché il Regolamento SRM- recano alcune importanti novità in punto di strumenti di prevenzione, gestione (e risoluzione) delle crisi bancarie, e, in tale ambito, di meccanismi di finanziamento degli stessi.

L'idea di fondo, che percorre il nuovo impianto (peraltro già presente nella citata Comunicazione sugli aiuti di stato del 2013), è che le risorse necessarie a fronteggiare la crisi dell'intermediario e a condurre al suo risanamento debbano essere reperite, in prima battuta, al suo interno, secondo un meccanismo di *burden sharing* volto ad allocare le perdite innanzitutto su azionisti e creditori (vale a dire su coloro che nell'impresa bancaria hanno investito), minimizzando gli oneri a carico del bilancio statale<sup>20</sup>. Si tratta di un approccio maturato a valle della

---

<sup>18</sup>Si fa riferimento al Regolamento n. 806/2014 del 14 luglio 2014, che istituisce un meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism, SRM*) per l'Unione bancaria.

<sup>19</sup>Cfr. sul tema DE POLIS, *Unione Bancaria e gestione delle crisi: un modello di Banca in trasformazione Italia e UE a confronto*, Intervento Monza, 3 ottobre 2014 ASSIOM FOREX; STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea* in Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri* (Atti del convegno del 16.9.2013); anche QUERCI, *La proposta di direttiva europea sugli strumenti di risanamento e di risoluzione delle crisi bancarie*, *Bancaria* 1/2013.

<sup>20</sup>Tradizionalmente, una partecipazione dei creditori nella ricapitalizzazione e, in generale, alla ristrutturazione dell'impresa (debitrice) si è fondata su strumenti negoziali e privatistici, nel quadro, in particolare, di soluzioni negoziali alla crisi della stessa, richiedendo dunque il consenso del creditore stesso; la nuova disciplina introduce per contro una sorta di "ridefinizione forzosa" del credito in capitale, che prescinde dal consenso dell'avente diritto. Cfr. STANGHELLINI, *La disciplina cit.* che definisce il bail-in come "una sorta di concordato forzoso istantaneo con sopravvivenza dell'intermediario (...), da attuare però senza la previa approvazione dell'autorità giudiziaria". V. anche ARIANI - GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*

crisi finanziaria, quale reazione al diffuso ricorso, in ambito europeo, ad interventi da parte degli Stati Membri volti al salvataggio di banche nazionali e attuati mediante un (rilevante) impiego di risorse pubbliche: ciò, con conseguente trasferimento dei costi del salvataggio stesso sui contribuenti e correlato incentivo a comportamenti di *moral hazard* da parte degli intermediari – per la prospettiva di possibili interventi “esterni” di sostegno, in caso di gestioni fallimentari.

La nuova impostazione incide, tra l’altro, anche sugli spazi e sulle condizioni per l’attivazione dei sistemi di garanzia dei depositi nell’ambito di procedure di gestione delle crisi, con particolare riguardo alla praticabilità di interventi di sostegno diversi dal rimborso dei depositi<sup>21</sup>.

Nonostante la Direttiva DGS riconosca espressamente (e anzi per certi versi sembra valorizzare) l’uso dei sistemi di garanzia anche per finalità diverse rispetto al *payout* dei depositi, prevedendo articolate forme di intervento, da un lato resta fermo il principio per cui la funzione primaria del DGS è il rimborso dei depositanti di banche insolventi; dall’altro, la possibilità di ricorrere alla dotazione dei fondi di garanzia per realizzare interventi alternativi risulta comunque condizionata al rispetto di specifici principi e presupposti (con conseguenze potenzialmente rilevanti sull’assetto italiano finora vigente).

Da una lettura combinata delle Direttive DGS e BRR emergono, in particolare, tre *species* di intervento ulteriori rispetto al rimborso (le prime due lasciate alla previsione discrezionale degli Stati Membri, l’ultima obbligatoria-insieme al rimborso): (i) interventi “preventivi”, a favore di banche in crisi, volti a evitarne il fallimento – che oggi essenzialmente si collocano nel contesto dell’*early intervention* (v. *infra*); (ii) interventi a sostegno a cessioni aggregate di attività e

---

4/2013, 721 ss.; GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 5/2015, p. 587 ss.; PAGLIERINI - SCIASCIA, *Prevenzione e gestione armonizzata delle crisi bancarie nell’Unione europea - uno sguardo d’insieme*, in *Soc.* 8/9 2015.

<sup>21</sup>Quanto alla funzione di rimborso, tra le novità poste dalla direttiva DGS vi è una riduzione dei termini per il rimborso, portati dagli attuali 20 giorni (dalla data di produzione degli effetti della l.c.a.)- prorogabile dalla Banca d’Italia per non più di ulteriori 10 giorni- a 7 giorni lavorativi, salva la previsione di un periodo transitorio per un adeguamento graduale (entro il 31/12/2023).

passività realizzate nell'ambito di procedure di insolvenza nazionali (i.e., liquidazione coatta amministrativa), volte a preservare l'accesso ininterrotto ai depositi garantiti; (iii) interventi volti a finanziare la *resolution* della banca insolvente, il DGS essendo in tal caso chiamato svolgere una funzione di *loss absorber* in sostituzione dei depositanti protetti - fino a livello di protezione - (in caso di *bail in*, erogando all'ente in risoluzione un importo corrispondente all'ammontare di cui i depositi protetti sarebbero stati svalutati per assorbire le perdite ove fossero stati inclusi nello strumento; nel caso di applicazione degli altri *resolution tools*, versando una somma pari all'ammontare delle perdite a cui detti depositanti garantiti sarebbero esposti)<sup>22</sup>.

Tali forme di intervento, pur se diversamente configurate, risultano sostanzialmente in linea con quelle fino ad oggi previste dalla normativa (legislativa e statutaria) inerente i Fondi di garanzia. Il criterio guida nella selezione della misura da attuare resta, peraltro, quello del minor onere, il DGS potendo realizzare interventi alternativi qualora i costi per esso sostenuti non superino quelli che il medesimo DGS dovrebbe sostenere per il rimborso nell'ambito di un'ordinaria procedura liquidatoria<sup>23</sup>. Sul piano pratico, va del resto considerato che in risoluzione, per il principio del "salvataggio interno", il DGS può intervenire solo dopo che gli azionisti e i creditori dell'intermediario siano stati chiamati a coprire in prima battuta le perdite: di qui, la considerazione per cui un suo intervento nell'ambito di tale "procedura"<sup>24</sup> sarà configurabile soltanto in via residuale, dopo che i citati soggetti abbiano contribuito all'assorbimento delle

---

<sup>22</sup>Si parla invero di "bail-in virtuale" del DGS. Cfr. art. 11 DGS - D.

<sup>23</sup>Cfr. art. 86 co. 4 del D.lgs. 180/2015; Considerando 16 DGS-D; art. 108 BRRD, il quale, con riferimento ad interventi effettuati nel contesto della *resolution*, dispone peraltro che qualora (a seguito di una valutazione effettuata, dopo la risoluzione, da un esperto indipendente ex art. 74 BRRD) emerga la violazione di tale *least cost criterion* per il DGS, quest'ultimo abbia diritto al rimborso della differenza (tra gli oneri subiti e quelli che avrebbero sostenuto in sede di liquidazione) da parte del Fondo di risoluzione (para. 1, ult. per.).

<sup>24</sup>Cfr. STANGHELLINI, cit., p. 155 ss., per il quale la *resolution* non configura una "procedura" di gestione della crisi, individuando piuttosto un insieme di strumenti per il suo superamento, funzionali a garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'intermediario, evitare effetti sistemici, salvaguardare i fondi pubblici e tutelare i depositanti (cfr. art. 31 BRRD).

perdite e per la parte da essi non coperta<sup>25</sup>.

Anche nel rinnovato regime sembra dunque volersi preservare la multiforme funzione dei Fondi di Garanzia nazionali, pur in un contesto in cui nuovi istituti per la gestione delle crisi e nuovi meccanismi di finanziamento delle stesse finiscono in vario modo per condizionare l'attuabilità di forme di intervento diverse dalla *paybox function*. Sotto un primo profilo, la disciplina della risoluzione delle crisi, integrante un sistema nuovo e retto da principi in parte diversi da quelli sottostanti alle tradizionali procedure di insolvenza<sup>26</sup> (a.s. e l.c.a., ove i DGS generalmente operano)<sup>27</sup> si traduce in un primo limite all'utilizzo dei Fondi di garanzia per misure "preventive" e "alternative". Come osservato, in sede di risoluzione il DGS può infatti intervenire esclusivamente (e in via residuale) per assorbire le perdite e preservare l'accesso ai depositi protetti<sup>28</sup>: di qui, la

---

<sup>25</sup>Al riguardo, tenuto conto della posizione del DGS nella risoluzione (avente un rango e una protezione, nella gerarchia dei creditori, parificati ai depositanti), esso potrà essere chiamato a intervenire solo dopo che gli azionisti e i creditori di rango inferiore siano stati chiamati ad assorbire le perdite e nei casi in cui tale partecipazione non sia sufficiente (di cui, la considerazione per cui, in risoluzione un intervento del DGS, presupporrà almeno un avvenuto *bail in* minimo dell'8% delle passività totali (e un contributo del fondo di risoluzione fino al 5% delle stesse). Un ulteriore limite all'attivazione del DGS in risoluzione discende dalla previsione per cui, in tale sede, il contributo da esso erogato non può eccedere il 50% del livello-obiettivo stabilito dalla DGSD stessa).

<sup>26</sup>Come anticipato, la risoluzione si fonda su un insieme di strumenti (cessione di beni e rapporti giuridici a terzi, o a un ente-ponte ovvero a una società veicolo; *bail-in*) volti a garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'ente, la stabilità finanziaria, il contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, nonché tutelare i depositanti e investitori protetti (cfr. art. 21 D.lgs. 180/2015). Quanto ai presupposti, la risoluzione può essere disposta quando: a) l'Autorità di vigilanza ritiene l'intermediario *failing or likely to fail*; b) non sono ragionevolmente prospettabili misure alternative idonee a superare tale situazione in tempi adeguati; c) sussiste l'"interesse pubblico", che ricorre quando, secondo la valutazione dell'Autorità di risoluzione, la *resolution* è necessaria e proporzionata per assicurare i suddetti obiettivi (continuità delle funzioni essenziali, stabilità finanziaria, tutela dei depositanti etc.) e la l.c.a. non consentirebbe di realizzare questi obiettivi nella stessa misura (cfr. artt. 17, 20, 21 D.Lgs. 180/2015).

<sup>27</sup>Ai sensi dell'art. 22 del citato D.Lgs. 180/2015, i principi a cui si ispira il sistema della risoluzione sono, tra gli altri, quello secondo cui: (i) le perdite sono subite dagli azionisti e dai creditori (i quali, ove aventi la stessa posizione nell'ordine di priorità applicabile in sede concorsuale, sono soggetti a pari trattamento, salvo diversamente previsto dal decreto stesso); (ii) nessun azionista e creditore subisce perdite maggiori di quelle che subirebbe se l'ente in risoluzione fosse liquidato secondo la procedura di l.c.a.; (iii) i depositi protetti non subiscono perdite; (iv) gli organi con funzioni di amministrazione e controllo e l'alta dirigenza sono sostituiti, salvo che la loro permanenza in carica sia ritenuta necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione.

<sup>28</sup>Cfr. Considerando 110 BRRD, secondo cui "quando l'azione di risoluzione assicura ai depositanti il mantenimento dell'accesso ai depositi, i sistemi di garanzia dei depositi cui l'ente

considerazione per cui uno spazio per forme di intervento diverse (da quella di *loss absorber*) da parte del DGS potrà ravvisarsi solo al di fuori (o prima) della *resolution*. Il sistema della BRRD si fonda, infatti, su un meccanismo “privato” di finanziamento delle azioni di risoluzione e superamento della crisi, il quale attinge, primariamente, a risorse reperite all’*interno* dell’intermediario (con la riduzione o conversione di azioni, strumenti di capitale e altre passività) nonchè, ove esse siano insufficienti, alla dotazione finanziaria di un Fondo di risoluzione appositamente costituito e alimentato dallo stesso sistema finanziario. In tale quadro, nonostante entrambi i fondi (di garanzia e di risoluzione) si pongano a presidio della stabilità finanziaria del sistema, il mandato dei DGS resta circoscritto all’erogazione di un contributo volto a preservare l’accesso ai depositi protetti, laddove la funzione del Fondo di risoluzione è, sostanzialmente, quella di finanziare le azioni di risoluzione.

Il rapporto di alternatività tra risoluzione e interventi diversi dal *payout* emerge peraltro dall’art. 11 della Direttiva DGS, da cui si ricava come quegli interventi siano praticabili nelle fattispecie in cui, in definitiva, non ricorrano i presupposti per un’azione di risoluzione (o comunque quando questa non sia stata avviata)<sup>29</sup>. Proprio un breve richiamo delle condizioni richieste per l’avvio della risoluzione consente, in tal senso, di meglio inquadrare il ruolo del DGS nel nuovo contesto. Così, atteso che uno dei presupposti per la *resolution* è l’esistenza di un *interesse pubblico*<sup>30</sup>, può ragionevolmente affermarsi che un intervento alternativo del DGS sarà possibile nei casi in cui difetti tale interesse, come presumibilmente sarà nei casi di crisi di intermediari minori e non sistemici: per

---

*soggetto a risoluzione è affiliato dovrebbero essere tenuti a fornire un contributo non superiore all’ammontare delle perdite che avrebbero dovuto sostenere se l’ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza”.*

<sup>29</sup>Nella specie, secondo il citato art. 11, co. 3 della Direttiva 2014/49/UE, il ricorso a un DGS per “*misure alternative volte a evitare il fallimento di un ente creditizio*” può avvenire purchè, tra l’altro “*l’autorità di risoluzione non [abbia] adottato alcuna azione di risoluzione ai sensi dell’articolo 32 della direttiva 2014/59/UE*”.

<sup>30</sup>Interesse che ricorre quando la risoluzione è necessaria e proporzionata per conseguire gli obiettivi della risoluzione e la sottoposizione della banca a l.c.a. non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura: cfr. art. 20 co. 2 del D.lgs. 180/2015.

questi dovrebbe dunque escludersi, in principio, un tema di *public interest* che possa giustificare (le incisive misure del)la risoluzione, risultando pertanto più plausibile una loro liquidazione secondo le procedure ordinarie<sup>31</sup>. Sotto altro profilo, un'area di praticabilità di interventi *preventivi* pare prospettabile nella fase che *precede* il dissesto, vale a dire in sede di *early intervention*<sup>32</sup>, ovvero quando, pur essendo l'intermediario ritenuto *failing* (o *likely to fail*) secondo la valutazione dell'Autorità di Vigilanza, proprio l'intervento preventivo del DGS permetterebbe di superare tale situazione. A tale ultimo riguardo, proprio alla luce dei presupposti normativamente previsti per l'avvio di un'azione di risoluzione, l'intervento del DGS potrebbe assumere una portata del tutto peculiare: atteso infatti che per la risoluzione si richiede, da un lato, che l'ente sia in dissesto o a rischio di dissesto, e dall'altro che *non* esistano misure alternative che consentano "*di superare la situazione di crisi in tempi adeguati*", pare possibile affermare che ogniquale volta appaia che un intervento del Fondo di garanzia (in termini, ad es., di conferimenti, apporti al patrimonio, concessione di garanzie) possa risanare l'intermediario, tale intervento potrà ragionevolmente essere considerato una misura "alternativa", idonea a evitare (prevenire) la risoluzione – oltre che la liquidazione coatta<sup>33</sup> - dell'ente.

3. Così ricostruiti gli spazi per interventi diversi dal rimborso, il grado di probabilità ed effettiva praticabilità degli stessi deve essere vagliato sotto un duplice ordine di profili: per un verso viene in rilievo il rango accordato, nell'ambito delle procedure di liquidazione, al credito del DGS surrogatosi nei

---

<sup>31</sup>In tal senso, v. DE POLIS, *DGS alternative measures in banking crises under the new EU framework*, Roma, 26-6-2015 *Banking Union WG Meeting European Forum of Deposit Insurers*.

<sup>32</sup>Cfr. nuovo Titolo IV, capo I, Sezione 01-I TUB; artt. 27 ss. BRRD.

<sup>33</sup>Si ricordi infatti che, ai sensi dell'art. 17 del D.lgs. 180/2015, in combinato disposto con l'art. 20 dello stesso decreto, costituiscono presupposti *comuni* alle procedure di l.c.a. e di risoluzione: (i) lo stato di dissesto o di rischio di dissesto della banca e (ii) la ragionevole assenza di misure alternative che consentirebbero di superare detto stato di dissesto in tempi adeguati (tra cui, peraltro, l'intervento di un sistema di tutela istituzionale): ciò, in un contesto ove il discrimine tra risoluzione e liquidazione è costituito, come anticipato, dall'esistenza o meno di un interesse pubblico (accertato dall'autorità di risoluzione), tale che solo la *resolution* consentirebbe di realizzare in modo adeguato gli obiettivi di cui all'art. 21 del D.lgs. stesso, e non anche la l.c.a..

diritti dei depositanti garantiti per effetto dei rimborsi effettuati; per altro verso, assume rilievo - come si dirà più ampiamente *infra*- l'inquadramento giuridico di tali interventi alternativi in relazione alla disciplina degli aiuti di stato.

Sotto il primo profilo, con una previsione che in parte innova l'ordinamento nazionale, il credito dei sistemi di garanzia (verso la l.c.a.) derivante dal *payout* dei depositanti protetti si vede accordato il medesimo grado di priorità riconosciuto ai depositanti medesimi, nella gerarchia dei creditori, collocati al primo posto in tale gerarchia (cd. *depositor preference*): tale regola, parificando il DGS al depositante garantito, comporterà una situazione in cui il primo, surrogatosi al secondo, risulterà preferito, nei riparti, a tutti gli altri creditori chirografari e agli stessi depositanti per la parte superiore alla soglia garantita<sup>34</sup> (cfr. nuovo art. 91 co. 1 bis TUB<sup>35</sup>). Un'innovazione che, letta in combinato con il principio del minor onere (per cui i costi sostenuti per l'intervento alternativo non possono superare quelli associati al rimborso diretto in liquidazione) quale perdurante condizione per l'attuazione di interventi alternativi<sup>36</sup>, non potrà non riflettersi sulle valutazioni di convenienza sottostanti alla scelta dell'intervento, da parte del medesimo DGS.

In particolare, tenuto conto che tale grado di priorità è accordato al credito del Fondo di garanzia nei (soli) casi di rimborso in liquidazione (a cui sono parificati quelli di *loss absorber* nel quadro della *resolution*), pare dunque prospettarsi uno scenario in cui saranno presumibilmente inferiori gli incentivi dei sistemi di

---

<sup>34</sup>La preferenza opera sia nel contesto della liquidazione coatta, che della risoluzione (nei casi in cui il DGS abbia erogato il contributo come *loss absorber*). Cfr. Considerando 111 e art. 108 BRRD.

<sup>35</sup>In conformità con quanto previsto dalla BRRD, è stata altresì accordata una priorità rispetto agli altri creditori chirografari (pur se inferiore al rango riconosciuto ai crediti dei depositanti garantiti e dei DGS) alla parte dei depositi superiore alla soglia protetta (100.000 €) di persone fisiche, micro, piccole e medie imprese. Il testo definitivo del D.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, ha peraltro rinviato alle procedure di l.c.a. e risoluzione avviate dopo il 1.1.2019 l'applicazione della cd. *depositor preference* "allargata", i.e. estesa "agli altri depositi" (vale a dire ai depositi oltre i 100.000 € di soggetti diversi da persone fisiche, micro, piccole e medie imprese), preferiti all'insieme dei creditori chirografari pur se dopo i depositi garantiti e quelli superiori alla soglia di protezione dei soggetti sopra indicati.

<sup>36</sup>Rileva inoltre il principio del *no creditor worse off*, per cui in risoluzione, ove pure detta preferenza è accordata, nessun creditore può patire perdite maggiori rispetto a quelle che subirebbe in liquidazione.

garanzia alla realizzazione di interventi alternativi, con la conseguenza che un loro coinvolgimento in tal senso corrisponderà ad un'ipotesi residuale o comunque potrebbe risultare meno frequente. Ciò che, stante il ruolo tradizionalmente svolto dai sistemi di garanzia dei depositi nell'ordinamento italiano – come osservato, per lo più attivati a sostegno di operazioni di cessione di attività e passività di banche insolventi – potrà comportare conseguenze non trascurabili sulla loro operatività e, più in generale, sulle modalità di sostegno di intermediari in crisi.

4. Così esaminato il ruolo dei fondi di garanzia nel sistema ricavabile dalle Direttive BRR e DGS, occorre altresì segnalare come sull'area e le condizioni di praticabilità degli interventi - alternativi al rimborso – da parte degli stessi incidano anche le regole europee in materia di aiuti di Stato al settore bancario materia. La necessità di avere riguardo anche a tale disciplina ai fini di una compiuta analisi del tema è, del resto, confermata anche dai richiami ad essa in più punti operati proprio dalle menzionate Direttive: così, la direttiva DGS, se consente espressamente di utilizzare i sistemi di garanzia dei depositi anche oltre la funzione di *payout* dei depositanti, precisa tuttavia che tali misure devono in ogni caso essere realizzate *nel rispetto delle regole sugli aiuti di Stato*<sup>37</sup>. Analogamente, e con un richiamo parimenti ampio, la BRRD richiama l'esigenza che interventi dei DGS diversi dal rimborso siano conformi alla disciplina degli aiuti<sup>38</sup>.

Anticipando alcune considerazioni che si svolgeranno avanti, può sin d'ora

---

<sup>37</sup>Cfr. Considerando 16 DGS-D, secondo cui da un lato il DGS “dovrebbe poter anche andare oltre la mera funzione di rimborso e utilizzare i mezzi finanziari disponibili per evitare il fallimento di un ente creditizio, onde evitare i costi di un rimborso dei depositanti e altri effetti negativi” e dall'altro “tali misure dovrebbero tuttavia essere realizzate nell'ambito di un quadro chiaramente definito e dovrebbero in ogni caso rispettare le norme sugli aiuti di Stato”.

<sup>38</sup>Cfr. Considerando 55 e 47 BRRD, in cui si afferma - sia pur genericamente – che “un intervento degli aiuti di Stato è possibile, tra l'altro, quando si ricorre a fondi di risoluzione o fondi di garanzia dei depositi a sostegno della risoluzione”. In base alla medesima BRRD, anche l'eventuale ricorso ai fondi di risoluzione deve essere valutato alla luce delle disposizioni in materia di aiuti di Stato.



segnalarsi come il riferimento a tale normativa, e la specifica attenzione da questa dedicata agli interventi dei sistemi di garanzia dei depositi, se può risultare coerente con le caratteristiche - in punto di forma giuridica, assetto organizzativo e di rapporti con le Autorità di Vigilanza- assunte dai DGS in taluni ordinamenti, con riferimento al sistema italiano suscita tuttavia qualche perplessità, tenuto conto dell'atteggiarsi dei Fondi di garanzia nazionali – come detto, costituiti nella forma di consorzio di diritto privato, finanziati da risorse (private) raccolte dalle banche aderenti e gestiti da organi da queste designati<sup>39</sup>.

Ciò posto, un'analisi degli orientamenti comunitari in materia risulta comunque necessaria per verificare gli spazi e le condizioni di operatività dei Fondi di garanzia italiani, anche alla luce delle posizioni recentemente assunte dalle stesse Istituzioni comunitarie<sup>40</sup>. L'impianto regolamentare di riferimento è costituito dalla *Comunicazione della Commissione Europea* del 10 luglio 2013<sup>41</sup>, che, sostituendo e parzialmente innovando gli orientamenti precedenti, rappresenta il punto di arrivo di una normativa nel tempo variamente modificata e adattata al contesto economico e finanziario<sup>42</sup>. Dal 2008, la Commissione ha infatti emanato sei comunicazioni (temporanee) legate alla crisi, tutte fondate sulla

---

<sup>39</sup>Al riguardo, appare peraltro utile ricordare i presupposti affinché, in generale, una misura sia qualificabile come aiuto di Stato incompatibile con il mercato interno: (i) l'imputabilità della misura stessa allo Stato, ovvero l'impiego di risorse statali per la sua realizzazione; (ii) l'attribuzione di un vantaggio selettivo all'impresa beneficiaria in conseguenza della misura; (iii) l'idoneità dell'aiuto a incidere sugli scambi tra Stati membri e (iv) a falsare la concorrenza. Tutti i presupposti indicati devono sussistere per considerare l'intervento come aiuto.

<sup>40</sup>Cfr. CROCI, cit., che osserva come l'adozione della BRRD e del regolamento SRM, pur non avendo direttamente ad oggetto la disciplina degli aiuti di Stato, pongano "particolari problemi di coordinamento con essa e costituiscono una spinta riformatrice importante per la gestione della crisi (e della ristrutturazione) degli istituti bancari all'interno dell'Unione".

<sup>41</sup>La Comunicazione, emanata sul presupposto della persistente instabilità dei mercati finanziari e (tenuto conto dell'elevata interconnessione del settore e dei conseguenti rischi di contagio) del "persistente rischio di un grave turbamento dell'economia degli Stati membri", stabilisce "le condizioni per l'accesso agli aiuti e i requisiti...[affinchè] tali aiuti possano essere considerati compatibili con il mercato interno".

<sup>42</sup>In tema di aiuti di Stato al settore bancario, cfr. *inter alia*, VATTERMOLI, *Gli aiuti di Stato alle imprese bancarie in difficoltà*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2000, p. 239 ss.; GIGLIO, SETOLA, *La disciplina degli aiuti di Stato e le crisi bancarie italiane*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, p. 213 ss.; ROSSI - SANSONETTI, *Survey of State Aid in the Lending Sector*, in *European Business Law Rev.*, 2007, p. 1353 ss.; DIVERIO, *Gli aiuti di Stato al trasporto aereo e alle banche. Dalla crisi di settore alla crisi di sistema*, Milano, 2010.

clausola di deroga di cui all'art. 107, par. 3, lett. b), TFUE (relativa agli aiuti volti a rimediare "a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro"), l'ultima delle quali è appunto quella del 2013<sup>43</sup>: la gravità (ed eccezionalità) della recente crisi finanziaria, il moltiplicarsi dei dissesti di (rilevanti) intermediari e di conseguenti interventi statali volti al salvataggio degli stessi – insieme all'esigenza di ripristinare la stabilità finanziaria - hanno invero indotto la Commissione a una mutata impostazione, da un lato con emanando regole *ad hoc* per l'ambito bancario<sup>44</sup>, dall'altro modificando la base giuridica assunta per la valutazione di compatibilità dell'aiuto<sup>45</sup>, e infine inasprendo le condizioni (nella specie di *burden sharing*) necessarie per assicurare tale compatibilità<sup>46</sup>.

L'idea di fondo è che interventi pubblici tesi al salvataggio di banche in crisi dovrebbero essere limitati al minimo, essendo consentiti solo in via eccezionale e nel rispetto di specifiche condizioni volte, essenzialmente, a minimizzare i rischi di *moral hazard* nella gestione degli intermediari stessi e a limitare possibili effetti distorsivi sulla concorrenza. Ciò, alla ricerca di un equilibrio tra l'obiettivo generale della stabilità finanziaria (che richiede di contrastare il rischio di effetti di contagio

---

<sup>43</sup>La stessa precisa peraltro che l'applicazione della clausola di deroga ex art. 107, par. 3 lett. b) TFUE rimarrà possibile solo fino a che perdurerà la situazione di crisi e le circostanze che mettono a rischio la stabilità finanziaria. Per un esame delle Comunicazioni, v. DIVERIO, cit., p. 98 ss.; DOLEYS, *Managing State Aid in a Time of Crisis: Commission Crisis Communications and the Financial Sector Bailout*, in *Journal of European Integration*, 34, 6-2012, p. 549 ss..

<sup>44</sup>In origine, la disciplina degli aiuti di Stato alle imprese bancarie in crisi era infatti ricondotta alla generale normativa degli aiuti alle (altre) imprese commerciali in difficoltà; in tale quadro, la valutazione di eventuale compatibilità dell'aiuto con il mercato interno era peraltro condotta facendo leva sulla clausola di deroga di cui all'art. 107, par. 3, lett. c), TFUE ("aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche"). Tale impostazione è stata radicalmente modificata dagli anni 90, a fronte del susseguirsi di rilevanti crisi bancarie e dell'esigenza di reagire al moltiplicarsi di azioni sostegno da parte degli Stati UE.

<sup>45</sup>Nell'impianto precedente alle sei comunicazioni legate alla crisi, la valutazione di compatibilità dell'aiuto era infatti fondata sulla lett. c) dell'art. 107, par. 3 TFUE, concernente «gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse»: ciò in un contesto in cui aiuti alle imprese in difficoltà erano considerati tra i più distorsivi per la concorrenza e dunque rigorosamente vietati, con la conseguenza che deroghe a tale divieto erano considerate del tutto eccezionali.

<sup>46</sup>Come rilevato dalla Commissione, le peculiarità dell'impresa bancaria, le interconnessioni che caratterizzano il settore e la gravità delle conseguenze che possono discendere dalla crisi di un singolo intermediario hanno costituito le ragioni dell'elaborazione di una disciplina specifica per il settore.

derivante dal dissesto di un singolo ente creditizio) e, al contempo, quello di tutela del mercato interno (che richiede di ridurre al minimo gli aiuti di Stato)<sup>47</sup>.

Oltre a talune novità a carattere procedurale<sup>48</sup>, un principio cardine nell'impianto della Comunicazione – ripreso e reso più incisivo dalle comunicazioni precedenti - è, in particolare, quello della necessaria condivisione degli oneri del risanamento tra pubblico e privato, il quale, per la valutazione di compatibilità della misura e al fine di ridurre al minimo aiuti pubblici (e pericoli di azzardo morale), richiede che un adeguato contributo a tali oneri sia fornito dallo stesso ente beneficiario (cd. *burden sharing*). Prima della concessione dell'aiuto, dovrà dunque assicurarsi che gli azionisti e i creditori subordinati dell'intermediario (vale a dire i soggetti che in esso hanno investito), segnatamente i detentori di capitale di classe 1, i detentori di capitale ibrido e i detentori di debito subordinato contribuiscano al suo salvataggio (i primi essendo chiamati ad assorbire le perdite, gli altri a contribuire alla ricapitalizzazione dell'ente con la riduzione del valore ovvero la conversione in capitale di classe 1 dei loro crediti)<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup>Si è infatti constatato come proprio le caratteristiche del settore bancario, e segnatamente i forti rischi di contagio derivanti dall'insolvenza di una singola banca rendano centrali, accanto alle esigenze di tutela della concorrenza, le istanze di salvaguardia della stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. Cfr. tra gli altri, B. Lyons, *Competition Policy, Bailouts and the Economic Crisis*, 2009, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1367688](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1367688); recentemente Croci, cit. p. 755.

<sup>48</sup>Si prevede in particolare una fase di prenotifica nell'ambito della quale dovrà essere presentato alla Commissione un piano di raccolta di capitale (elaborato dalla banca congiuntamente con le autorità statali e con l'approvazione dell'autorità di vigilanza) essenzialmente volto a fare emergere in che misura sia previsto il ricorso a risorse "interne" e a contributi degli azionisti, e in tale quadro, esaminato il piano di ristrutturazione. Solo dopo aver raggiunto un accordo con la Commissione su tale piano sarà possibile procedere alla versa e propria la successiva notifica dell'aiuto per ottenerne l'autorizzazione. Sul tema cfr. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. Italiana Diritto Pubblico Comunitario*, 6, 2014, p. 1339 ss.; CROCI, *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di stato al settore bancario*, in *Dir. dell'Unione Europea* (II), 4, 2014, p. 733 ss.

<sup>49</sup>Cfr. par. 3.1.2. Comunicazione. Per contro, non è imposto alcun contributo dei titolari dei depositi (garantiti e non) nonché ai titolari di obbligazioni e altri titoli di debito di rango 1 (ciò, peraltro a differenza dell'impianto della BRRD, che include nell'ambito applicativo del *bail in* anche tale categoria di creditori- salvi i depositi protetti). La Comunicazione distingue inoltre a seconda che: (i) il coefficiente patrimoniale della banca rimanga al di sopra del patrimonio minimo di vigilanza, nel qual caso essa dovrebbe prima tentare di ripristinare autonomamente (mediante misure di raccolta di capitale) la propria carenza di *equity* e solo ove non vi siano alternative (incluse azioni di vigilanza) il debito subordinato dovrà essere convertito in capitale; (ii) il

Si tratta di un principio che anticipa dichiaratamente le soluzioni poi formalizzate nella disciplina sulla gestione e risoluzione delle crisi bancarie (BRRD in particolare)<sup>50</sup>, ove il principio del *burden sharing* è formalmente recepito e anzi reso più incisivo<sup>51</sup>, estendendone l'applicazione anche oltre il rango dei detentori di credito subordinato<sup>52</sup> e in definitiva trasformandolo da un criterio di "mera" *condivisione – sharing-* (parziale) dei costi del salvataggio della banca a una regola di imputazione (in primo luogo) *interna* di quei costi. Nella specie, con l'implementazione del richiamato quadro comune di gestione e risoluzione, e, segnatamente con la previsione di misure quali la riduzione e conversione di azioni o altre partecipazioni e strumenti di capitale (cfr. Capo II, D.lgs. 180/2015) e con lo strumento del *bail-in*, la necessaria sopportazione degli oneri del risanamento dell'ente da parte di azionisti e creditori è divenuta ormai regola generale, tale per cui tali soggetti, indipendentemente dalla configurabilità o meno di una fattispecie di aiuto di stato, sono *in ogni caso* chiamati a contribuire all'assorbimento delle perdite e alla ricapitalizzazione dell'intermediario, mediante la riduzione o conversione dei loro diritti<sup>53</sup>.

Posti tali principi, la Comunicazione riserva una specifica attenzione agli

---

coefficiente patrimoniale sia sceso al di sotto del minimo di vigilanza, nel qual caso l'aiuto non potrà essere concesso prima che il capitale proprio, ibrido e il debito subordinato siano stati impiegati per coprire le perdite.

<sup>50</sup>V. Comunicato stampa della Commissione europea IP/13/674, Bruxelles 10 luglio 2013. Le previsioni in materia di compartecipazione degli oneri tra pubblico e privato hanno peraltro influenzato anche gli orientamenti sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione di imprese non finanziarie in difficoltà (2014/C 249/01, del 9 luglio 2014), che infatti quel criterio di *burden sharing* recepiscono dalla Comunicazione .

<sup>51</sup>La BRRD ha peraltro ripreso, dalla Comunicazione 2013, anche l'ulteriore regola secondo cui, nel caso di ricorso agli strumenti di risoluzione, l'alta dirigenza della banca in crisi debba essere sostituita.

<sup>52</sup>Cfr. art. 48 BRRD (e art. 52 D.lgs. 180/2015 di recepimento) che (in tema di *bail in* per la ricapitalizzazione o assorbimento delle perdite dell'intermediario) richiedono, oltre alla riduzione del valore nominale di riserve e azioni di classe primaria fino a concorrenza delle perdite, la riduzione e conversione in capitale di classe 1 non solo degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1, degli elementi di classe 2, e del debito subordinato, ma anche delle restanti passività ammissibili.

<sup>53</sup>Come anticipato, la Comunicazione richiede inoltre che la banca elabori un piano di raccolta di capitale (che includa possibili misure di *burden sharing* a carico di azionisti e creditori subordinati) e di ristrutturazione (o liquidazione ordinata) prima di poter beneficiare di un aiuto di Stato (v. par. 3).

interventi dei sistemi di garanzia dei depositi<sup>54</sup>. Il criterio guida è che tali interventi, quando finalizzati al rimborso dei depositanti di banche insolventi (in l.c.a.), non integrano un aiuto di stato, atteso che in tal caso il DGS agisce secondo il proprio mandato istituzionale. Altre forme di intervento, volte a soddisfare finalità diverse – quali la ristrutturazione dell’intermediario in crisi - *possono* per contro configurare un aiuto, ed essere pertanto assoggettati alla relativa disciplina, qualora: (i) siano eseguiti sotto il *controllo* dello Stato e (ii) la decisione relativa all’utilizzo dei relativi fondi sia *riconducibile* allo Stato, “anche qualora i fondi utilizzati provengano dal settore privato”.

Ai fini della configurabilità di una fattispecie di aiuto (e dell’applicazione della relativa disciplina) l’origine pubblica delle risorse utilizzate per l’intervento o comunque l’esistenza di un correlato onere a carico delle finanze statali costituiscono, dunque, elementi in sé non determinanti, la ricorrenza di un aiuto non essendo esclusa dal fatto che l’intervento sia stato attuato impiegando fondi *privati*. Ciò che assume rilievo centrale è, piuttosto, l’imputabilità allo Stato della decisione di intervento, dovendosi in tal senso verificare se il soggetto che eroga il contributo agisca in autonomia ovvero sulla base di direttive o istruzioni di un’autorità pubblica che su di esso eserciti un controllo. Di qui, l’importanza dei concetti di *controllo* statale e di “*riconducibilità*” allo Stato della misura – nonché di risorsa “pubblica”, che, più in generale, costituisce uno dei presupposti per l’esistenza di un aiuto di Stato – da tali nozioni dipendendo, in definitiva, la possibilità di qualificare come aiuto (anche) un intervento del DGS alternativo al rimborso e il suo conseguente assoggettamento alle regole (sostanziali e procedurali) in materia di aiuti.

L’importanza del tema si lascia, del resto, apprezzare avendo riguardo alle tradizionali modalità di gestione delle crisi bancarie e di intervento dei sistemi italiani di garanzia dei depositanti, i quali sono prevalentemente attivati a sostegno di operazioni di cessione di attività e passività di banche in dissesto o al

---

<sup>54</sup>Cfr. par. 5 della Comunicazione.

fine di prevenire il dissesto stesso. E' di tutta evidenza, dunque, come dalla posizione che si intenda assumere sul tema e dall'inquadramento che si intenda dare agli interventi di tali sistemi possano derivare conseguenze rilevanti sul loro ruolo nel contesto delle crisi bancarie e, più in generale, sulle prospettive di gestione delle stesse<sup>55</sup>.

Invero, la configurabilità di una fattispecie di aiuto di stato in relazione agli interventi dei Fondi italiani di garanzia dei depositi alternativi rispetto al rimborso appare oggi controversa e comunque quantomeno discutibile. Le caratteristiche istituzionali, organizzative e operative di tali Fondi dovrebbero, a rigore, essere tali escludere la ricorrenza di entrambi gli elementi sopra richiamati e che fondano l'applicazione della disciplina degli aiuti, vale a dire il controllo dello Stato o l'imputabilità ad esso delle decisioni di intervento - oltre che la natura pubblica delle risorse utilizzate<sup>56</sup>. Come è stato in precedenza osservato, i DGS nazionali (oltre a non essere investiti di alcuna funzione o potere pubblico di vigilanza) hanno natura giuridica privata, sono finanziati con risorse versate dalle stesse banche aderenti e sono gestiti in autonomia da rappresentanti da queste nominati. Gli interventi vengono infatti deliberati dagli organi consortili, composti da soggetti designati dagli intermediari, senza che il processo decisionale risenta di alcun controllo o soggezione a direttive impartite dall'Autorità pubblica. Né la previsione di poteri di vigilanza e autorizzazione in capo alla Banca d'Italia si traduce in una sostituzione dell'O.d.V. agli organi del DGS nell'adozione delle decisioni inerenti la gestione della dotazione finanziaria e le misure di intervento, che restano ai secondi riservate, o consente di imputare all'Autorità quelle decisioni: sul piano teleologico, il potere di autorizzazione degli interventi mira - come rilevato - esclusivamente ad assicurare la compatibilità dell'azione del Fondo con la normativa di riferimento e con le stesse finalità istituzionali del DGS (tutela dei depositanti, stabilità del sistema bancario, rispetto del principio del minor onere), oltre che la sua coerenza con le prospettive di gestione della crisi

---

<sup>55</sup>Cfr., in termini critici. BOCCUZZI, *L'unione bancaria europea*, cit..

<sup>56</sup>Cfr. BOCCUZZI, *L'unione bancaria europea*, cit., *passim*.

aziendale.

Ad escludere l'esistenza di qualsiasi interferenza o eterodeterminazione delle decisioni milita del resto, e significativamente, la circostanza per cui tale potere autorizzatorio è esercitato *dopo* la già avvenuta deliberazione dell'intervento dagli organi del Fondo, per verificarne la legittimità e conformità con il quadro normativo, senza alcuna possibilità, per l'Autorità, di imporre, sollecitare o porre all'ordine del giorno l'attuazione di specifiche misure – semmai potendo impedire l'esecuzione di decisioni già assunte. Di qui, la conclusione per cui, tenuto conto dell'autonomia e assenza di soggezione degli organi dei DGS all'O.d.V., nonché dell'origine (privata) delle risorse utilizzate, i presupposti per applicare la disciplina sugli aiuti parrebbero esclusi.

In tale contesto, l'esame delle pronunce della giurisprudenza europea e delle decisioni della Commissione fornisce interessanti spunti di riflessione, nonostante gli orientamenti non risultino del tutto uniformi. Così, in alcune decisioni inerenti, in generale, la fattispecie degli aiuti di Stato, la Corte di giustizia ha ad esempio ritenuto necessario, per la configurabilità stessa di un aiuto, l'esistenza di un onere finanziario a carico di un ente pubblico (più in generale, del bilancio statale) quale contropartita del vantaggio accordato all'impresa beneficiaria: ciò, valorizzando il principio secondo cui la misura deve essere concessa *“direttamente o indirettamente”* mediante risorse pubbliche, esclusi dunque i casi in cui l'intervento non comporti alcun trasferimento di fondi pubblici.

In altre pronunce è stato per contro svalutato l'elemento dell'origine pubblica dei mezzi utilizzati (e del correlato onere per le finanze statali), attribuendo importanza determinante all'imputabilità della decisione di intervento all'Autorità pubblica. In tale prospettiva, una misura potrebbe essere ricondotta allo Stato non solo ove ricorra un rapporto organico o di controllo tra la pubblica Autorità e l'ente erogatore, ma, indipendentemente dalla formale esistenza di un simile rapporto, in base al grado di influenza comunque

esercitabile dall’Autorità su quell’ente nella definizione degli interventi da realizzare o nella scelta delle finalità e dei criteri di utilizzo delle risorse<sup>57</sup>. La circostanza che le somme utilizzate per l’intervento provengano dal settore privato e siano gestite da un ente privato non escluderebbe, pertanto, l’esistenza di un aiuto di Stato, qualora risulti che tali somme (e il loro utilizzo) siano sostanzialmente “*sotto il controllo pubblico*” (e “*a disposizione*” di un’autorità pubblica)<sup>58</sup>. In tal senso, sono state ad esempio ritenute imputabili allo Stato erogazioni attuate da un organismo apparentemente indipendente con risorse raccolte dal settore privato, in quanto l’organismo stesso era soggetto a poteri di indirizzo e di direttiva di un’autorità pubblica<sup>59</sup>.

Secondo questa prospettiva, non varrebbe ad escludere la riconducibilità dell’intervento allo Stato la circostanza che siano utilizzate risorse rinvenienti da contributi versati da imprese private, rilevando piuttosto l’esistenza (o meno) di un intervento dello Stato nella definizione delle modalità di gestione di tali risorse<sup>60</sup>. In tali pronunce viene, dunque, variamente valorizzata l’assenza di autonomia dell’organismo erogatore (perchè soggetto alle direttive o al controllo di una pubblica autorità o comunque a scopi normativamente previsti), o ancora la fonte pubblicistica del potere impositivo di quest’ultimo e la funzionalizzazione di tale potere ad obiettivi politicamente predeterminati: elementi, questi, considerati sufficienti a considerare come pubblica la risorsa e a imputare l’intervento allo Stato<sup>61</sup>.

Diversamente, interventi disposti da un ente privato (quale un’organizzazione professionale o un’associazione di categoria), effettuati mediante somme raccolte dai propri membri in funzione di finalità *private*, stabilite in autonomia a *beneficio*

---

<sup>57</sup>Per la riconduzione alla nozione di “aiuto concesso dallo Stato” (di cui all’art. 107, para. 1 TFUE) di vantaggi concessi (non direttamente dallo Stato ma) tramite enti pubblici o privati da esso designati o costituiti, sentenza del 30.5.2013, C- 677/11; sentenza del 13.3.2001, C- 379/98) .

<sup>58</sup>Cfr. sentenza 16.5.2002, C-482/99, *Stardust Marine*.

<sup>59</sup>Cfr. C-482/99, *Stardust Marine*.

<sup>60</sup>Cause C-173/73 ; C-206/06 ; C-78/76; 83/90; 333/07.

<sup>61</sup>C.482/99; T-251/11, Austria Commissione; C- T139/09; T- 387/11, dove si è ritenuto che un elemento sintomatico dell’imputabilità allo Stato della misura possa ravvisarsi, tra l’altro, nella vigilanza esercitata da un’autorità pubblica sull’ente erogatore.



degli stessi, e non implicanti alcun onere (o rinuncia a risorse) da parte dello Stato non presenterebbero i caratteri per poter qualificare il vantaggio da essi recato ai soggetti beneficiari in termini di aiuto di stato. Ciò, peraltro, anche qualora l'ente erogatore sia soggetto a forme di riconoscimento pubblico e la contribuzione sia stata resa obbligatoria da atti di enti pubblici, se la pubblica autorità non dispone di alcun potere di direzione e indirizzo circa le modalità di amministrazione dei fondi, limitandosi, piuttosto, a un mero controllo di regolarità e legittimità<sup>62</sup>.

In tale ambito, si inserisce e deve essere analizzata la fattispecie degli interventi alternativi dei Fondi di garanzia dei depositanti. In via preliminare, e per meglio comprendere la *ratio* alla base della loro inclusione nel quadro della disciplina sugli aiuti di Stato, occorre aver presente che la struttura istituzionale e operativa dei DGS (segnatamente i rapporti tra questi e le autorità di vigilanza) risulta, come anticipato, variamente disciplinata e articolata nei diversi ordinamenti nazionali, secondo modelli non uniformi che sollevano di volta in volta problematiche specifiche e possono condurre a soluzioni disomogenee, anche in punto di applicabilità (o meno) delle norme sugli aiuti di Stato.

Con specifico riferimento agli interventi alternativi dei Fondi di garanzia italiani, l'orientamento della Commissione non pare pienamente uniforme. In passato, essa ha ad esempio escluso che l'intervento allora disposto dal FITD (nella fattispecie, al fine di ripianare lo sbilancio di cessione delle attività e passività della Sicilcassa a favore del Banco di Sicilia) costituisse un aiuto di Stato, facendo leva sulla constatata autodeterminazione dell'intervento stesso da parte del Fondo e, in seno ai suoi organi, delle banche aderenti: nella specie, la Commissione aveva, in particolare, valorizzato la circostanza che la relativa decisione di intervento era stata adottata con la "*partecipazione significativa di banche non pubbliche*" e "*nel*

---

<sup>62</sup>Sentenza 30.5.2013, C-677/11 *Doux Elevage* che ha escluso configurasse aiuto di stato la decisione di un'autorità nazionale volta a istituire una contribuzione obbligatoria a carico delle imprese operanti in uno stesso settore volta a consentire alla relativa organizzazione interprofessionale l'attuazione di azioni di promozione, ricerca, comunicazione e in generale di difesa degli interessi del settore; C.482/99.

*rispetto degli statuti e all'unanimità*”, in un contesto in cui *“le banche private rappresentavano la maggioranza dei voti nel Consiglio del FITD alla data della decisione in questione”* e così in assenza di ingerenze pubbliche<sup>63</sup>.

In senso opposto, una recente decisione della medesima Commissione ha considerato la (supposta) natura di aiuto di stato dei ricordati interventi preventivi (nella specie, quelli a favore di banche in a.s.) sulla base di un duplice ordine di elementi<sup>64</sup>. Per un verso, in quanto la realizzazione di tali misure risponderebbe a un *“pubblico mandato dello Stato”*, stabilito dalla legge (art. 96 ter TUB) e nello statuto del Fondo, a sua volta soggetto all’approvazione dell’Autorità di vigilanza. Per altro verso, la circostanza che l’effettuazione degli stessi interventi sia condizionata all’autorizzazione della Banca d’Italia e che la relativa richiesta provenga, tipicamente, dal Commissario dell’amministrazione straordinaria (organo nominato e vigilato dalla Banca d’Italia e, in quanto tale, da considerarsi *“rappresentante dell’interesse pubblico”*) comporterebbe, secondo la Commissione, la sussistenza di un controllo *“costante”* della pubblica autorità sull’utilizzo della dotazione finanziaria del Fondo (e sulla sua coerenza con specifici obiettivi di politica pubblica)<sup>65</sup>. Infine, rileverebbe altresì la titolarità, in capo al DGS, di un potere impositivo ad esso attribuito dalla legge (e presidiato da sanzioni) per la raccolta delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento del proprio mandato (*in thesi*, *“pubblico”*), ritenuto anch’esso sintomo del peculiare rapporto intercorrente tra il DGS stesso e la pubblica autorità. Tali elementi,

---

<sup>63</sup>V. *Decisione della Commissione europea* del 10.11.1999, relativa a Sicilcassa (intervento disposto per 1.000 mld di lire). Ma v. anche la *Decisione della Commissione europea* del 31.7.2008, Danimarca - Roskilde Bank A/S, che ha escluso la natura di aiuto di stato della garanzia concessa da *Det Private Beredskab* alla Banca nazionale Danese (su un finanziamento da essa erogato a banca Roskilde) sul presupposto che essa fosse (i) un’associazione privata ad adesione volontaria, (ii) partecipata esclusivamente dagli intermediari, (iii) finanziata da contributi da questi versati e (iv) gestita da organi da questi nominati (scelti tra questi ultimi), le cui decisioni sono assunte a maggioranza in conformità con le norme statutarie: di qui, l’esclusione della natura di aiuto di stato delle garanzie da essa prestate.

<sup>64</sup>V. *Decisione della Commissione europea* del 27.02.2015, relativa a Banca Tercas- Italia.

<sup>65</sup>Altri indici dell’esistenza dell’asserito *“controllo pubblico”* sarebbero ravvisati nel fatto che, ai sensi dell’art. 96ter TUB, la Banca d’Italia non solo *“coordina le attività dei sistemi di garanzia con la discipline delle crisi bancarie e con l’attività di vigilanza”*, ma che un rappresentante dell’O.d.V. siede, come osservatore, nelle riunioni del Consiglio e del Comitato di gestione del FITD.

unitamente al ritenuto, qualificato coinvolgimento delle autorità italiane nelle varie fasi dell'elaborazione, dell'autorizzazione e attuazione degli interventi, condurrebbe, secondo l'impostazione della Commissione, qualificare come pubbliche le risorse gestite dal FITD – pur a fronte della loro origine privata - e a ritenere “imputabile” allo Stato la decisione di intervento. Di qui, la prospettata riconduzione dell'intervento alla fattispecie degli aiuti di Stato.

\*\*\*

Tenuto conto delle caratteristiche, istituzionali e organizzative dei Fondi di garanzia italiani, oltre che dei sopra riportati indirizzi giurisprudenziali in materia di aiuti di Stato in generale, il recente orientamento della Commissione sopra riportato appare quantomeno controvertibile. Il carattere volontario degli interventi, i quali sono autonomamente decisi dai competenti organi gestionali dei Fondi, la natura privata di questi ultimi e delle risorse da essi amministrate parrebbero impedire, a rigore, una qualificazione delle misure alternative da essi disposte in termini di aiuti di stato.

Ciò posto, qualora, nonostante tali rilievi, dovesse consolidarsi tale orientamento e, dunque, confermarsi la natura di aiuto dei predetti interventi, si verrebbe a delineare un nuovo scenario, nel quale realizzazione di forme di intervento di tale specie non solo dovrebbe incanalarsi nei (complessi) *step* procedurali (attinenti alle fasi di prenotifica e notifica dell'intervento alle istituzioni comunitarie)- e i cui tempi di esecuzione potrebbero non sempre risultare coerenti con le esigenze di celerità che si collegano alla gestione delle crisi - ma dovrebbe essere altresì accompagnata da rigorose misure di *burden sharing* per poter superare il vaglio di compatibilità con il mercato interno.

In un'ottica di più ampio respiro, deve tuttavia considerarsi come il sistema di prevenzione, gestione e di finanziamento delle crisi degli enti bancari debba oggi confrontarsi con nuovi principi e nuovi meccanismi, in relazione ai quali quella regola di *burden sharing*, non solo è resa ancora più incisiva, estendendone la portata (al di là della “condivisione”) a una vera e propria allocazione degli oneri

di ristrutturazione dell'ente in capo, innanzitutto, ai suoi azionisti e creditori (segnatamente, quale strumento per l'assorbimento delle perdite e per la ricapitalizzazione), ma diviene un passaggio necessario e ineludibile: ciò, indipendentemente dall'applicazione o meno delle norme sugli aiuti di stato al settore bancario.

Sul piano sistematico, del resto, nel nuovo impianto, gli stessi spazi di intervento dei DGS risultano (ri)disegnati e (ri)definiti alla luce dei nuovi istituti e dei nuovi strumenti, in primo luogo della neo introdotta "procedura" di risoluzione, nel cui ambito (come osservato) al DGS sono preclusi interventi diversi da quello (peraltro residuale) di *loss absorber* in luogo dei depositanti protetti (nei limiti della protezione). Tale "procedura" si incentra infatti su un puntuale meccanismo di *finanziamento interno* per il superamento della crisi e sul (eventuale) ricorso alla dotazione - raccolta presso gli intermediari - di un apposito Fondo di risoluzione, istituzionalmente volto a finanziare le azioni di risoluzione (e non suscettibile di essere impiegato per assorbire direttamente le perdite o ricapitalizzare l'intermediario)<sup>66</sup>, gestito direttamente dall'Autorità di risoluzione (NRA). A tal riguardo, può peraltro osservarsi come il Fondo di risoluzione, nonostante la natura privata delle risorse raccolte, costituisca (a differenza dei Fondi di garanzia) una dotazione patrimoniale direttamente amministrata dalla NRA al fine di sostenere le misure di risoluzione da essa disposte; in tale quadro, e tenuto conto della particolare destinazione e del legame qualificato tra il Fondo e l'Autorità, appare pertanto comprensibile la previsione (espressa quantomeno con riferimento al *Single resolution Fund* di matrice europea) di un vaglio della Commissione UE sugli interventi del Fondo *de quo* sul piano della loro compatibilità con la disciplina degli aiuti di stato<sup>67</sup>. Previsione, questa, che risulta,

---

<sup>66</sup> V. Art. 101, comma 2 BRRD, che espressamente vieta di utilizzare il Resolution Fund per assorbire direttamente le perdite della banca o per ricapitalizzarla, sul presupposto che tali obiettivi debbano essere realizzati mediante il *burden sharing* "interno".

<sup>67</sup> Cfr. art. 19, commi 1 e 3, Regolamento SRM, secondo cui se l'azione di risoluzione prevede il ricorso al Fondo, il Comitato è tenuto a darne comunicazione alla Commissione, con conseguente obbligo di *standstill* fino a che questa non si sia pronunciata favorevolmente sul ricorso a tale fondo (fino a quel momento non potendo procedersi all'adozione del programma di risoluzione).

appunto, di più immediata evidenza proprio avendo riguardo all'assoggettamento del Fondo stesso e delle sue risorse alla gestione, amministrazione e controllo di una pubblica autorità.

Sotto altro profilo, deve altresì osservarsi come gli spazi per l'attuazione dei tradizionali interventi dei DGS a sostegno di operazioni di cessione nel contesto di una l.c.a. (a copertura dello sbilancio di cessione), oltre a dover tener conto degli attuali confini di tale procedura liquidatoria (oggi affiancata da quella, alternativa, di risoluzione), devono altresì confrontarsi, prima ancora che con i principi in materia di aiuti di stato, con la nuova regola della *depositor preference*: regola che, come detto, letta in combinato disposto con il criterio del minor onere, pare destinata a incidere sull'effettivo grado di praticabilità di detti interventi nel riformato *framework*. Di qui, la conclusione per cui, in un contesto di rilevanti cambiamenti del quadro normativo di riferimento, anche il ruolo del DGS pare destinato a un ripensamento o ad un eventuale ridimensionamento, a vantaggio di indubbiamente più complessi meccanismi di intervento e finanziamento della crisi. Ciò rompendo la continuità di un sistema e di una *mission* (dei Fondi di garanzia) fino ad ora risultati di indubbia efficacia.

In tale contesto, si iscrive e deve dunque essere letta la recente istituzione, in seno al FITD, di un "comparto" volontario, integrante un meccanismo di sostegno ulteriore e integrativo rispetto a quello "obbligatorio", finanziato con risorse aggiuntive rispetto alle contribuzioni (ordinarie e straordinarie) che costituiscono la dotazione del Fondo e funzionale a finanziare la realizzazione di interventi (anch'essi volontari) di risanamento di banche in amministrazione straordinaria. Tale schema, che trova dunque la propria origine in un atto di autonomia privata<sup>68</sup>, si fonda su una partecipazione su base volontaria, al di fuori di qualsiasi vincolo di obbligatorietà. Sul piano finanziario, esso sarà finanziato mediante contributi, come detto, addizionali, raccolti *ex post* presso le banche

---

<sup>68</sup>L'istituzione del fondo volontario è stata infatti decisa dall'assemblea del FITD del 26.11.2015, mediante una delibera che ha introdotto nello statuto del fondo detto schema (o comparto) volontario.

aderenti – i.e., a chiamata in relazione a concrete esigenze di intervento.

Il carattere privatistico di tale schema si declina quindi sotto il profilo della fonte (contrattuale) della sua istituzione, sotto quello della partecipazione (anch'essa volontaria per le consorziate) e, infine, sotto quello operativo, essendo gli interventi decisi in autonomia da un consiglio di gestione peraltro separato rispetto agli organi del FITD, senza ingerenze dell'O.d.V..

In tale contesto, è evidente come la creazione del meccanismo *de quo* risponda all'esigenza di superare le difficoltà oggi sorte in relazione all'utilizzabilità dei DGS nazionali per interventi "preventivi" o "alternativi", a seguito delle recenti prese di posizione delle Istituzioni Comunitarie in materia di aiuti di Stato<sup>69</sup> e, più in generale, alla luce del riformato quadro regolamentare. La natura volontaria e privata del sistema sembra infatti sufficiente ad escludere una qualche "riconducibilità" delle operazioni da esso realizzate a un "mandato pubblico" dello Stato, e, più in generale, qualsivoglia "controllo" di una pubblica autorità sull'utilizzo delle relative risorse, costituenti gli elementi che, nella menzionata prospettiva comunitaria, fonderebbero l'inquadramento degli interventi alla fattispecie degli aiuti di Stato.

**Anna Maria Bentivegna**

*Dottore di ricerca in diritto commerciale*

---

<sup>69</sup>Cfr. decisione della Commissione Denmark - Roskilde Bank cit. che ha appunto escluso la natura di aiuto di stato delle garanzie prestate da *Det Private Beredskab* trattandosi di associazione privata, ad adesione volontaria degli intermediari, finanziata da contributi da questi versati e gestita da organi da questi nominati in conformità con le norme statutarie.

## CARATTERI ED OBIETTIVI DEI RECENTI INTERVENTI REGOLATORI SULLE PMI: I MINI BOND TRA DISCIPLINA CIVILISTICA E REGOLE DI MERCATO\*.

*(Characters and aims of the new regulation about Smes: the mini bond between civil law and market rules)*

**ABSTRACT:** *The so called “Development Decree” in its article 32, as currently in force, has amended the paragraph V of article 2412 Civil Code. This amendment allows companies unlisted in the stock exchange, to issue bonds beyond the limits set by the first paragraph of the same article. Those bonds have to be traded on stock exchange or MTFs, or have to give the right to subscribe for shares.*

*This is fully embedded in the wider landscape outlined by recent Italian legislative policy, aimed at identifying new legal, economic, fiscal tools to support in the recovery of the economic growth of private enterprises, that are severely distressed by the contingent economic and financial domestic and international state.*

*One of the most serious effects caused by the crisis is the credit crunch, which is the dangerous reduction in the levels of credit extended by banks to private companies, which increased the economic and financial difficulties dependent on the shortage of liquid assets necessary for the conduct of their businesses.*

*Because of the structural dependence of the Italian economic system from the banking market and the strict asset limits and budget imposed on banks by prudential rules imposed by European laws, and to give new impetus to the real economy and to internal growth, the Italian legislature has identified new measures that allow, even small and medium enterprises, to finance with means*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*other than those offered by banks and independent from market banking.*

*The new regulations on the emission of so-called mini bonds, responds to this need with the elimination of the previous quantitative limits. Structural capital, which makes it difficult to resort to such operations, has expanded on one hand the number and type of user enterprises and, secondly has expanded things, such as possible recipients, trying to attract new capital and new investors also coming from abroad. The destination for listing of the mini bonds should provide sufficient information and transparency on the investment's risk and hence an appropriate protection for the investor.*

*This paper intends to analyze the new rules about mini bonds, highlighting the interesting innovations, both in aspects purely civil as well as those more financial, in order to assess the opportunities offered to companies, investors and banks too, that will change the reciprocal relationships to improve the performance of financial market.*

**SOMMARIO:** 1 - La necessità di ampliare i percorsi di finanziamento alle imprese nell'attuale contesto economico. 2 - La modifica del V comma dell'art. 2412 c.c. 3 - Le implicazioni della disciplina civilistica per emittenti ed investitori. 4 – Nuove prospettive di sviluppo nelle relazioni banca-impresa. 5 - Conclusioni.

1. Il sistema imprenditoriale italiano presenta una serie di caratteri, strutturali e funzionali, che ne determinano una configurazione assai particolare. Esso, com'è noto, è costituito prevalentemente da imprese di ridotta dimensione, con una elevata componente familiare, la cui struttura finanziaria è prevalentemente banco-centrica, nel senso che la loro operatività dipende strettamente dal ricorso al finanziamento bancario, rivolto ad esigenze di breve o di medio termine piuttosto che ad obiettivi di lunga durata<sup>1</sup>. Tale assetto è stato

---

<sup>1</sup>L'eccessiva dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario è un fattore spesso richiamato e analizzato anche dalle Autorità nazionali ed internazionali. A tal proposito VISCO, "Considerazioni Finali, Assemblea Ordinaria dei partecipanti", 31 Maggio 2013 e Banca dei Regolamenti internazionali secondo la quale "in Italia il 92% dei finanziamenti a favore di società



favorito, oltre che da un'avversione alla quotazione tipicamente nostrana, anche da una legislazione amministrativa, civile e fiscale, piuttosto rigida e penalizzante, che non ha favorito l'accesso al mercato dei capitali da parte di tali imprese riservandolo, al contrario, a quelle di grandi dimensioni, principalmente quotate su mercati nazionali od internazionali. Ciò ha comportato una sostanziale carenza di liquidità ed una sottocapitalizzazione diffusa, dovute anche a scelte aziendali più attente a mantenere l'originario assetto gestionale piuttosto che a reperire nuovi capitali da investitori esterni<sup>2</sup>. Il fattore dimensionale ha concorso a frenare lo sviluppo e l'innovazione delle nostre imprese, prevalendo le esigenze "di famiglia" di realtà troppo piccole su quelle tipicamente aziendali.

La recente crisi economica ha fatto emergere, con tutta evidenza, i limiti di questo sistema, nel quale le PMI, già poco competitive anche nel panorama internazionale, sono state oltremodo penalizzate dalla contrazione dei livelli di credito erogato dalle banche e dalla conseguente ulteriore diminuzione delle risorse economiche per i propri piani di sviluppo e, addirittura, anche per le esigenze di breve termine<sup>3</sup>. Il fenomeno del *credit crunch*, infatti, dovuto oltre che a fattori congiunturali anche ai rigidi vincoli patrimoniali e di bilancio imposti alle banche dall'evoluzione della normativa prudenziale comunitaria, ha reso ancor più difficile ed oneroso l'accesso ai tradizionali finanziamenti bancari. Il maggior grado di patrimonializzazione imposto, infatti, se per un verso ha avuto il pregio di tutelare la stabilità delle banche dai rischi di un eccessivo indebitamento, allo stesso modo ha comportato una drastica riduzione degli impieghi, anche verso il

---

non finanziarie è di provenienza bancaria, percentuale ben superiore anche all'elevato 85% della media europea".

<sup>2</sup>In tal senso TONINI, *Il Progetto Elite*, in *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, a cura di Moli, *Quaderni Giuridici*, 9, 2015, p. 177 e ss. il quale sottolinea la sovente prevalenza della diffidenza verso investitori esterni ed un certo attaccamento a pratiche gestionali, contabili e fiscali incompatibili con l'apertura al capitale fornito da investitori sofisticati e, ancor di più, con la quotazione e le connesse regole di *corporate governance*.

<sup>3</sup>Di vera e propria emergenza di liquidità ha parlato il Direttore Generale di Confindustria nell'audizione alla Camera dei Deputati tenutasi il 16 aprile 2013.

sistema imprenditoriale, amplificando gli effetti recessivi del protrarsi della crisi<sup>4</sup>. Questi fattori, oltre ad aumentare le probabilità di *default*, favorendo il passaggio dalla crisi di liquidità al rischio di insolvenza, hanno determinato un peggioramento dei *rating* aziendali ed ulteriori contrazioni nei livelli di credito erogato con contestuali aumenti dei relativi costi, in una sorta di *loop* che si è autoalimentato<sup>5</sup>. Le PMI, a differenza delle grandi imprese, non hanno potuto compensare simili disagi con l'emissione diretta di obbligazioni ovvero di azioni sui mercati finanziari, rimanendo in situazioni di insufficiente liquidità.

Scarsa propensione al finanziamento non bancario, struttura del debito sbilanciata nel breve periodo e fragilità patrimoniale si sono rilevati fattori determinanti che, unitamente ad un insufficiente sviluppo dei mercati azionari ed obbligazionari, hanno rappresentato la ragione giustificatrice della più recente evoluzione normativa che, anche sulla scorta delle strategie elaborate in sede comunitaria volte a spingere il sistema imprenditoriale verso la grande dimensione per acquisire maggiore competitività anche su ampia scala<sup>6</sup>, si è proposta di attivare processi di riequilibrio finanziario e di incremento della solidità patrimoniale delle imprese<sup>7</sup>, attraverso l'individuazione di nuove condizioni che, favorendo il ricorso al mercato dei capitali, possano riuscire ad attrarre maggiori investimenti, provenienti anche dall'estero. In una logica che necessita un radicale mutamento dei tradizionali sistemi di finanziamento alle imprese, sono state

---

<sup>4</sup>Cfr., a tal proposito, BRAMANTI, *Il credit crunch: quali metodi per finanziare l'economia*, in *Amministrazione in Cammino*, 24/05/2014, p. 1 ss., che rileva come il credito erogato alle imprese è in continua diminuzione, tanto che gli impieghi bancari verso le società non finanziarie si riducono ad un tasso di circa il 3 per cento su base annua.

<sup>5</sup>Cfr. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Mini bond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, pag. 3, 2014, su <http://www.bancaria.it/assets/PDF/2014-06.pdf>.

<sup>6</sup>L'Ecofin ha individuato tre principali tipi di interventi per il finanziamento dell'economia: rilanciare il mercato attraverso cartolarizzazioni semplici, trasparenti ed affidabili; intensificare i canali di finanziamento sul mercato, specialmente per le PMI, attraverso un maggior sviluppo del mercato azionario, obbligazionario o dei mini bond; promuovere la diversificazione del sistema finanziario europeo, migliorando l'accesso al mercato dei capitali sia per le PMI che per gli investitori, anche attraverso l'istituzione di una *Capital Market Union*. Così in *Promoting investment On-going initiatives and the role of Ecofin*, Informal Ecofin – Breakfast meeting, Milano, 13.09.2014, su <http://www.consilium.europa.eu/it/documents-publications>.

<sup>7</sup>In tal senso SABATINI, *Gli strumenti di finanziamento delle imprese complementari al credito bancario*, in *Guida ai mini bond- Strumenti innovativi per la finanza delle PMI*, a cura di Meiani, Rizzi, Sabatini, Bancaria Editrice, 2015, p. 10.

particolarmente focalizzate quelle tecniche di intermediazione non bancaria che permettono da un lato un diretto ed efficace collegamento tra risparmiatori ed imprese e, dall'altro, un'utile quanto opportuna diversificazione delle fonti di finanziamento delle stesse<sup>8</sup>. Sono stati estesi a realtà di minore dimensione, strumenti ed istituti mutuati dal mondo finanziario ed adattati alle nuove condizioni, rivolgendo l'attenzione dal mercato creditizio, destinato a rimodulare il proprio intervento nell'economia, a quello dei capitali, che potrà assumere una funzione ancor più determinante ed efficiente nei processi di circolazione della ricchezza. In tal modo, temi quali la nuova finanza d'impresa, la predisposizione di canali complementari a quello bancario, la creazione di un mercato unico europeo per il finanziamento delle imprese non quotate, l'individuazione di nuovi strumenti e di nuovi intermediari specializzati, sono stati affrontati con grande impegno e decisione, nel tentativo di fronteggiare le difficoltà emerse con la crisi finanziaria iniziata nel 2007-2008<sup>9</sup> e di riattivare meccanismi virtuosi di trasmissione del risparmio all'economia reale pur in presenza di elevati elementi d'incertezza, di avversione al rischio e di sfiducia generalizzata verso i mercati, presenti nell'attuale realtà.

Nel quadro generale appena tracciato, si pongono le disposizioni relative all'emissioni di prestiti obbligazionari che ridefiniscono e razionalizzano la disciplina di istituti tradizionali allo scopo di facilitarne l'accesso da parte delle imprese e di aumentarne l'interesse degli investitori. In particolare, la recente normativa sui c.d. mini bond, terminologia adottata dalla prassi per identificare le obbligazioni e i titoli simili emessi dalle PMI, rispondono alle esigenze rilevate, proponendosi espressamente da un lato di ampliare gli strumenti di finanziamento

---

<sup>8</sup>Cfr. VEGAS, *Prefazione*, in *Guida ai mini bond. Cit.*, pag. 7-8, per il quale è opportuno stimolare la disintermediazione del risparmio, in quanto un importante ostacolo all'efficiente dispiegarsi dell'attività economica è costituito dall'insufficienza delle fonti di finanziamento disponibili per le imprese. In una situazione di contrazione del credito bancario, le aziende devono trovare adeguate forme di accesso al mercato dei capitali. Così nel discorso tenuto all'incontro annuale con il mercato finanziario il 6 maggio 2013.

<sup>9</sup>Cfr. MOTTURA, *Nuovi strumenti per il finanziamento delle PMI italiane: mini bond e garanzie statali*, in *Atti dei Seminari Celebrativi*, *Cit.*, p. 193.

complementari al mercato bancario e, dall'altro, di incentivare l'investimento in simili operazioni, attraverso un'opera di semplificazione normativa, oltre che di agevolazione fiscale, che tiene debitamente conto dell'immediata necessità di colmare il *gap* dimensionale, economico e finanziario con le altre imprese europee e di creare condizioni favorevoli per un loro maggiore sviluppo. L'intento del legislatore è, infatti, quello di allineare le opportunità finanziarie per le nostre imprese a quelle offerte dai più avanzati sistemi industriali e finanziari europei.

Il nuovo regime normativo, che si applica alle società non quotate, diverse dalle banche e dalle micro imprese, così come definite in sede comunitaria<sup>10</sup>, intende equiparare le condizioni di accesso al mercato dei capitali per tutte le società per azioni, indipendentemente dalla loro quotazione su un mercato, estendendo l'utilizzo degli strumenti di finanziamento tradizionalmente riservati alle grandi società, anche alle PMI, attraverso un intervento articolato su più livelli: l'attenuazione dei vincoli normativi, gli incentivi fiscali<sup>11</sup>, l'attivazione di appositi segmenti di mercato. Espressione di tale orientamento sono in primis il D.L. 83/2012, noto come Decreto Sviluppo<sup>12</sup>, il cui Capo II è integralmente dedicato alla disciplina dei "Nuovi strumenti di finanziamento per le imprese", ed i successivi Decreto Sviluppo Bis (D.L. 179/2012 convertito in L. 221/2012), Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013 convertito in L. 9/2014) che estendono

---

<sup>10</sup>La classificazione dimensionale delle imprese considera come indicatori di riferimento limiti occupazionali e finanziari. Secondo l' art. 2 della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione Europea, del 6 maggio 2003, per "piccole" imprese si intendono quelle con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore a 10 milioni di Euro; per "medie" imprese quelle con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro. In G.U. L 124 del 20.05.2003.

<sup>11</sup>Ampie sono le previsioni che intervengono sul regime fiscale, rimuovendo alcuni vincoli eccessivamente gravosi per le PMI. Sinteticamente, la richiamata normativa ha sostanzialmente equiparato il regime fiscale applicabile alle obbligazioni emesse da società per azioni non quotate a quello più favorevole previsto per le banche e le società quotate, mediante due principali modifiche. Con riguardo all'emittente, gli interessi passivi pagati sulle obbligazioni sono divenuti integralmente deducibili dal reddito d'impresa, analogamente alle società quotate; con riferimento agli investitori, è stato introdotto un regime di esenzione da ritenute nei confronti degli investitori istituzionali italiani nonché di quelli esteri residenti in Paesi che scambiano informazioni con il fisco italiano e che sono inclusi nella c.d. white-list di cui al DM 4.9.1996.

<sup>12</sup> D.L. 22 giugno 2012 n. 83, Misure Urgenti per la crescita del Paese, pubblicato in G.U. 26 giugno 2012, n. 147, convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012 n.134, pubblicata in G.U. 11 agosto 2012, n. 187.

l'intervento del Fondo centrale di garanzia anche alla sottoscrizione di mini bond e il Decreto Competitività (D.L. 91/2014, convertito in L.116/2014) che amplia ulteriormente lo spettro degli incentivi fiscali applicabili.

Le nuove disposizioni, articolate nei provvedimenti richiamati, possono essere tutte accumulate da un unico filo conduttore, rintracciabile nella necessità di dare impulso alla crescita economica attraverso l'agevolazione del ricorso al finanziamento non bancario, realizzato con tecniche e procedimenti più accessibili, flessibili ed economicamente vantaggiosi.

2. Il D.L. 83/2012 nell'intento generale di favorire il rilancio economico e sociale del sistema interno, l'aumento della produttività e della competitività delle imprese e l'incremento complessivo della crescita, introduce importanti novità in tema di finanza d'impresa, consentendo anche a società non quotate la raccolta del risparmio tra il pubblico attraverso l'offerta di titoli di debito a breve termine, come le cambiali finanziarie, ovvero a medio o lungo termine come le obbligazioni, anche convertibili, partecipative o subordinate.

Esso riprende, rimarcandola, la medesima impostazione del legislatore della riforma del diritto societario del 2003<sup>13</sup>, che aveva già dedicato particolare attenzione alla diversificazione delle fonti di finanziamento dell'impresa con l'obiettivo di tipizzare le nuove tecniche emerse nella pratica e di facilitare il ricorso al mercato dei capitali<sup>14</sup>. L'espresso riconoscimento giuridico offerto a nuove fattispecie di raccolta a contenuto atipico, con caratteristiche proprie ma

---

<sup>13</sup>Rispetto alla precedente impostazione, le nuove disposizioni si caratterizzano per una più dettagliata individuazione degli elementi costitutivi della fattispecie che restringe gli spazi di autonomia privata precedentemente riconosciuti agli statuti societari. Così avviene, ad esempio, per la clausola di partecipazione agli utili dell'impresa, che deve contemplare una parte di remunerazione fissa, collegata al tasso ufficiale di riferimento, ed una parte variabile, collegata al risultato economico dell'esercizio ovvero per quella di subordinazione che deve indicare esattamente i termini della postergazione che non può mai riferirsi ai diritti dei soci. In tal senso Circolare Assonime N. 39/2013, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, in *Rivista delle Società*, 2014, p. 238 e ss.

<sup>14</sup>In tal senso disponeva espressamente l'art. 4, comma 5, lett. c) e d) della legge n. 366 del 3.10.2001, di delega al Governo per la riforma del diritto societario, attuata con il D.Lgs. n.6 del 17.01.2003 "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative".

diverse dalle tradizionali categorie delle azioni e delle obbligazioni, consentiva una migliore articolazione della struttura finanziaria delle società<sup>15</sup>, facendo tramontare l'antica dicotomia azioni-obbligazioni sostituita da un "continuum" di strumenti finanziari recanti elementi di entrambe le categorie, al cui interno trovava ampio spazio l'autonomia negoziale<sup>16</sup>. Al contempo, una regolamentazione meno stringente e più attenta alla tutela degli investitori ed alla integrità dei mercati, confermava l'interesse del legislatore del tempo per quegli aspetti particolarmente rilevanti sia sul versante contrattualistico sia, in egual misura, su quello del mercato. In quest'ottica si inserivano anche le disposizioni sull'emissione di obbligazioni e, segnatamente, quelle relative all'innalzamento dei limiti dimensionali di cui al I comma dell'art.2412 c.c., che modificava il precedente art.2410 c.c.<sup>17</sup>, all'ampliamento delle ipotesi derogatorie ed alla tipizzazione di nuove tipologie di obbligazioni, quali gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi che, per l'appunto, tentavano di favorire il finanziamento all'interno dei circuiti tipici della finanza<sup>18</sup>. Le disposizioni contenute nel Decreto Sviluppo, come detto, si articolano sui medesimi presupposti ma, con assoluta novità, si rivolgono principalmente alle imprese di piccole e di medie dimensioni non quotate, rimaste escluse dalla precedente riforma, nel tentativo di ampliare i fruitori delle nuove disposizioni.

Tra gli aspetti più innovativi del provvedimento in esame possono annoverarsi, certamente, le previsioni contenute nel comma XXVI dell'art.32, per la centralità che assumono nel processo di attuazione del rinnovato disegno legislativo oltre che per la portata sui futuri rapporti contrattuali. Riformulando il

---

<sup>15</sup>Così AUDINO, *Commento sub art. 2410 c.c.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, a cura di Maffei Alberti, Cedam, 2005, p. 1209 e ss, che sottolinea il carattere "ibrido" dei nuovi strumenti rispetto alle fattispecie delle azioni e delle obbligazioni.

<sup>16</sup>Cfr. RESCIGNO, *Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione*, in *Atti dei seminari celebrativi cit.*, p. 183 ss.

<sup>17</sup>L'art. 2410 c.c nella formulazione precedente la riforma consentiva l'emissione di obbligazioni nei limiti del capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato, salvo le deroghe espresse.

<sup>18</sup>Così PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il Nuovo Diritto delle Società – Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, Utet, 2006, p. 784.

V comma dell'art.2412 c.c. si stabilisce che "i commi primo e secondo non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni".

Come noto, il I comma dell'art. 2412 c.c. fissa i limiti generali all'emissione di obbligazioni, individuandolo in una somma complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato. I successivi commi introducono delle ipotesi derogatorie ove, alle previste condizioni, i detti limiti possono essere superati. Così avviene in caso di obbligazioni destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, di cui al II comma, ovvero in caso di obbligazioni garantite da ipoteca, di cui al III comma.

Anche il V comma prevede un'ipotesi derogatoria che, nella precedente formulazione, richiedeva due condizioni: una soggettiva, riguardante la quotazione della società emittente su mercati regolamentati ed un'altra oggettiva, riguardante la necessaria destinazione alla quotazione sugli stessi o su altri mercati regolamentati delle obbligazioni emesse. La *ratio* della norma era, comunemente, ricondotta all'idoneità degli obblighi informativi imposti alle società quotate a garantire ai potenziali sottoscrittori analogo tutela a quella derivante dai limiti dimensionali, potendo offrire quelle informazioni, sia sulla società emittente che sul titolo obbligazionario, necessarie per conoscere appieno la portata dell'operazione di finanziamento. Proprio queste previsioni avevano, di fatto, impedito alle società non quotate un utilizzo efficace del prestito obbligazionario, favorendo, di contro, le imprese di grandi dimensioni.

La nuova normativa interviene su entrambe le condizioni: elimina quella relativa alla quotazione dell'emittente e richiede, in via esclusiva, la destinazione alla quotazione delle obbligazioni emesse su un mercato regolamentato ovvero su un sistema multilaterale di negoziazione. Questa'ultima, peraltro, viene meno in caso di obbligazioni convertibili in azioni, che attribuiscono il diritto di acquisire

ovvero di sottoscrivere azioni dell'emittente<sup>19</sup>.

La portata innovatrice della disciplina è apprezzabile, già a prima vista, sotto diversi aspetti: dal punto di vista civilistico, dal momento che essa elimina quei limiti che avevano precluso alle piccole e medie imprese l'accesso al mercato dei capitali; sul versante finanziario, le nuove previsioni appaiono altrettanto determinanti in quanto, equiparando la quotazione delle obbligazioni su mercati regolamentati ovvero su quelli non regolamentati, risultano assolutamente coerenti con i principi di concorrenza ed efficienza che informano la più recente normativa comunitaria che, già con la ben nota Direttiva Mifid, ha inteso equiparare le diverse sedi di negoziazione dei titoli.

Entrambe le prospettive richiamate meritano qualche riflessione, tenendo in debito conto i risvolti, reciprocamente connessi, per la stessa società emittente e per i rapporti instaurati con gli investitori. Per la prima, infatti, va valutata la convenienza dei titoli sia sotto il profilo della funzionalità rispetto agli obiettivi prefissati che su quello della loro utilizzabilità, tenuto conto delle rinnovate condizioni di accesso. Quanto ai secondi, invece, va verificata la convenienza offerta in termini di investimento finanziario e, in una prospettiva innovativa, l'auspicabile coinvolgimento in particolari pratiche che possono risultare rilevanti non solo per finalità prettamente speculative ma anche per il sostegno dell'economia e la diffusione di nuove ed efficienti professionalità.

Punto di partenza dell'analisi è rappresentato dall'individuazione della *ratio* della disciplina sui limiti quantitativi all'emissione obbligazionaria, tematica assai dibattuta e divisa tra diversi orientamenti. La dottrina prevalente -formatasi già prima della riforma societaria e successivamente suffragata dal tenore letterale

---

<sup>19</sup>E' dubbio, nel silenzio delle legge, se sia ammessa l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni della sola società emittente, secondo il c.d. procedimento diretto di conversione, ovvero anche di altra società, solitamente controllata, secondo il c.d. procedimento indiretto di conversione. Tenendo conto delle intenzioni del legislatore, appare preferibile la seconda opzione poiché consente di ampliare il ricorso a tali forme di finanziamento.



della Relazione di accompagnamento alla stessa<sup>20</sup> - ritiene che la funzione dei limiti stabiliti dal I comma dell'art. 2412 c.c. sia quella di assicurare un rapporto equilibrato tra capitale di rischio e capitale di debito, in maniera da distribuire equamente il rischio d'impresa tra azionisti ed obbligazionisti. Si vuole escludere che un eccessivo indebitamento possa compromettere la stabilità e la solvibilità della società<sup>21</sup>. In altri termini, il legislatore si preoccupa di evitare che i soci ricorrano al capitale di debito in misura sproporzionata rispetto alle risorse investite ed ai rischi assunti in proprio e di garantire, contemporaneamente, un certo equilibrio tra risorse proprie e indebitamento nei confronti dei terzi, ritenuto idoneo alla struttura sociale<sup>22</sup>. Una diversa opinione configura le limitazioni alla stregua di una garanzia in senso tecnico per gli obbligazionisti, in forza di una interpretazione letterale della Relazione al codice civile che considera il limite come una garanzia alla restituzione del credito<sup>23</sup>.

Le obiezioni principali mosse alle richiamate opinioni si fondano, essenzialmente, sull'asserita inidoneità del limite dimensionale a svolgere le richiamate funzioni: quanto alla prima, è stato rilevato come il limite, ancorato al capitale sociale o al patrimonio netto, non può configurarsi come una garanzia in senso tecnico, dal momento che i sottoscrittori delle obbligazioni non godono di alcun tipo di privilegio o di indisponibilità su beni dell'emittente per tutta la durata del prestito obbligazionario, rispetto ad altri creditori<sup>24</sup>; in ordine alla seconda, è

---

<sup>20</sup>Secondo cui i nuovi limiti sono diretti ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio.

<sup>21</sup>Cfr. FIORIO, *L'emissione di obbligazioni. Limiti all'emissione*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale* diretta da W. Bigiavi, Torino, 2013, p. 460, GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in *Diritto delle società*, Giuffrè, 2008, p. 163, CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, Utet, 1988, V, p. 396 e ss., senso CAPOLINO, *Commento sub art. 2412 c.c.*, in *Commentario Romano al Nuovo Diritto delle Società*, diretto da D'Alessandro, Piccin, 2010, p. 483 e ss.

<sup>22</sup>Cfr. GIANNELLI, *Op. cit.*, p. 163 e ss.

<sup>23</sup>Cfr. COTTINO, *Diritto Commerciale*, Cedam, 1999, p. 469 e ss., NIGRO, *Le obbligazioni e le altre forme di finanziamento delle società per azioni*, in *La riforma delle società per azioni non quotate*, a cura di Porzio, Rispoli Farina, Rotondo, Giuffrè, 2000, p. 113 e ss.

<sup>24</sup>Cfr. CAPOLINO, *Op. Cit.*, p. 483 e ss.

stato sottolineato come l'individuazione di un veritiero equilibrio tra capitale di rischio e capitale di debito sia difficilmente apprezzabile, dal momento che altre forme di indebitamento della società, come quella creditizia, possono sfuggire all'applicazione dei medesimi limiti<sup>25</sup>.

Orbene, astraendosi dalla valutazione circa la fondatezza delle tesi richiamate e delle rispettive critiche, appare innegabile sottolineare come la disciplina in esame non possa prescindere dal profilo inerente l'esigenza di tutelare i sottoscrittori delle obbligazioni emesse - che giustifica, peraltro, anche le ipotesi derogatorie<sup>26</sup> - ma, al contrario, sia strettamente e funzionalmente legata allo stesso con la conseguenza che, specialmente a seguito del suo riassetto, debba essere interpretata ed applicata tenendo conto di quei profili tipicamente connessi al sistema finanziario, individuati e garantiti dalla normativa di settore primaria e secondaria. In quest'ottica, il raggiungimento di un determinato equilibrio economico-finanziario dell'impresa, pur non potendosi configurare alla stregua di una garanzia tecnica del credito degli obbligazionisti, rappresenta certamente, anche se in via indiretta e mediata, un elemento di affidamento e di tutela per gli stessi, influenzando la stabilità e la solvibilità della società emittente<sup>27</sup> nonché l'andamento dei titoli sul mercato. In tal modo, equilibrio finanziario dell'emittente, tutela degli investitori e rendimento sul mercato sono fattori strettamente e reciprocamente connessi che, interagendo tra loro,

---

<sup>25</sup>Cfr. GRAZIANI, NIGRO, *Le obbligazioni*, *Cit.*

<sup>26</sup>Cfr. AUDINO, *Commento sub art. 2412 c.c.*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova 2005, p. 1244 e ss., i tentativi di conciliare le diverse opinioni in ordine all'individuazione della funzione dei limiti dimensionali sono superati dalla disciplina introdotta dalla riforma del 2003 e dai successivi correttivi che intendono coordinare la disciplina codicistica con quella di settore contenuta nel Tuf e nel Tub, ove assume specifico rilievo la finalità di protezione dei risparmiatori (p. 1244), intesa non più quale prerogativa esclusiva della legislazione di settore, ma quale obiettivo principale delle modifiche apportate al c.c. Così per le obbligazioni sottoscritte da investitori professionali, emesse da società quotate e destinate alla quotazione o garantite da ipoteca il limite non ha ragion d'essere perché il finanziatore è in grado di valutare il rischio o perché esistono altre tutele per l'investitore.

<sup>27</sup>Cfr. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni*, *Cit.*, p. 394 e ss., D'ANDREA, *Manuale delle società*, Isole24ore, 2007, p. 754, AULETTA, SALANITRO, *Diritto Commerciale*, a cura di Mirone, Giuffrè, 2012, p. 226, secondo cui proprio per la larga diffusione che le obbligazioni possono avere tra il pubblico dei risparmiatori, il legislatore ha creduto opportuno tutelare gli obbligazionisti, ponendo limiti all'emissione delle obbligazioni.

determinano l'esito dell'intera operazione di finanziamento. Va sottolineato come i limiti dimensionali rappresentino una peculiarità dell'ordinamento italiano, non essendo previsti in altri ordinamenti europei. Tale disomogeneità può generare il rischio che in sede di accesso al mercato dei capitali, le imprese nostrane non quotate incontrino ostacoli che ne possano limitare la competitività internazionale. L'esigenza di assicurare una tendenziale parità di trattamento per il finanziamento sul mercato dei capitali va intesa in maniera ampia, rilevando non solo nei rapporti tra società quotate e non quotate italiane ma anche, e soprattutto, tra quelle italiane e gli altri competitors esteri. Sotto questo profilo sembra allora condivisibile l'opinione di quanti ritengono opportuna l'abrogazione dell'art. 2412 c.c., nell'ottica di una massima armonizzazione delle regole del mercato finanziario cui tende, con sempre maggior convinzione, la regolamentazione europea<sup>28</sup>.

3. Gli inevitabili collegamenti tra la disciplina codicistica e la regolamentazione speciale pongono una serie di interrogativi che, di seguito, verranno delineati. Accertati i risvolti sul sistema di protezione per gli investitori, vanno esaminate le modalità attraverso le quali esso trova concreta attuazione.

Potendo raccogliere risparmio tra il pubblico, le PMI, fin'ora escluse dall'applicazione delle regole dettate dal Tuf per gli emittenti, diverranno destinatarie del complesso di obblighi e precetti comportamentali, organizzativi, informativi e di trasparenza richiesti nei confronti delle autorità di vigilanza sia nei confronti dei soggetti finanziatori-risparmiatori e, generalmente, del mercato.

Anche la deroga di cui al V comma, per le motivazioni sopra sviluppate, va interpretata ed applicata tenendo presente tali criteri, considerando, sin da subito, come la regolamentazione speciale, nell'ottica di favorire l'emissione dei

---

<sup>28</sup>Cfr. Documento di Consultazione della Consob sulla modifica del regolamento Emittenti e del Regolamento dei Mercati del 25 luglio 2011, pag. 26; in dottrina MORELLO, *I prestiti obbligazionari di società non quotate dopo l'ultimo il D.L. 83/2012: nuove regole e vecchie questioni*, in *Diritto Bancario*, luglio 2012, su [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

*mini bond* ed in piena coerenza con le nuove disposizioni civilistiche, alleggerisce la portata del consueto regime di trasparenza, con previsioni meno stringenti sia sul versante giuridico che su quello economico.

Prima della recente modifica, infatti, la deroga in esame veniva giustificata con la soggezione dell'emittente allo specifico apparato normativo applicabile alle società quotate ed ai connessi controlli di carattere pubblicistico. In particolare, i rigidi criteri di organizzazione, gli obblighi informativi sull'attività svolta e sugli strumenti offerti, le regole di condotta ed il sistema di vigilanza previsti per le società quotate, nonché tutti gli adempimenti informativi necessari per procedere ad un'offerta pubblica di prodotti finanziari, così come delineati dagli artt. 94 e 114 Tuf, erano ritenuti idonei a sostituire le cautele apprestate dalla disciplina codicistica in quanto, informando il mercato e consentendo all'investitore di conoscere e valutare la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente nonché la valenza dello strumento offerto, garantivano al sottoscrittore analogo tutela rispetto a quella offerta dalle previste limitazioni<sup>29</sup>. A seguito della riforma va verificata la portata del nuovo assetto normativo rispetto al precedente, dal momento che, soppiantando le cautele connesse allo *status* di società quotata, pone l'emittente in una particolare posizione che richiede, necessariamente, la realizzazione di precise finalità quali la tutela degli investitori, l'efficienza, la trasparenza ed il buon funzionamento del mercato, la stabilità e la fiducia nel sistema finanziario. Va, in particolare, rintracciato il riferimento normativo che, indipendentemente dalla quotazione dell'emittente, possa garantire l'applicazione delle richiamate regole nell'ottica di mercato.

Come noto, il TUF sottopone gli emittenti strumenti finanziari ad una particolare disciplina, contenuta nella parte IV, le cui finalità, secondo le previsioni dell'art. 91, sono quelle di assicurare la tutela degli investitori, l'efficienza e la

---

<sup>29</sup>Così MESSINA, *Le Operazioni di debito delle società*, in *Trattato di Diritto dell'Economia*, diretto da Picozza e Gabrielli, Vol. IX, *Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia – Finanza pubblica e di impresa*, Cedam, 2011, p. 90, GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi*, *Cit.*, p. 163 che richiama, in particolare, gli obblighi informativi di cui agli artt. 94 e 114 TUF nei confronti dei risparmiatori e della autorità di controllo che consentono all'investitore di pervenire ad una scelta di investimento consapevole della portata dello stesso.

trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali. Per garantire la realizzazione di tali obiettivi, il TUF impone agli emittenti regole di trasparenza e di informazione che permettono agli operatori del mercato di disporre di un complesso di elementi, necessari per comprendere appieno la portata e la valenza degli strumenti offerti e, conseguentemente, garantire al risparmiatore una scelta di investimento consapevole. I due capisaldi di questo sistema sono rappresentati dalla disciplina sull'informativa societaria e da quella sul prospetto informativo. Si tratta, quanto alla prima, del complesso di comunicazioni da fornire, su base continua od occasionale, alle autorità, al mercato e, in generale, al pubblico, affinché possa valutarsi l'assetto organizzativo, l'operatività, l'affidabilità. Esso è applicabile agli emittenti quotati, giusta la disposizione di cui al I comma dell'art.114 Tuf, a quelli "diffusi" ed a quelli che emettono strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione, qualora presentino le condizioni stabilite dalla Consob e a condizione che l'ammissione sia stata richiesta o autorizzata dall'emittente, come dispone l'art.116 Tuf. Proprio il richiamo del comma II bis dell'art.116 Tuf permette l'applicazione del particolare regime di *disclosure* nei confronti del pubblico e delle autorità di vigilanza, garantendo l'estensione degli obblighi di trasparenza e la realizzazione delle connesse finalità alle società non quotate che accedono al risparmio diffuso<sup>30</sup>. Gli investitori potranno così valutare le informazioni ricevute e, conformemente agli schemi regolamentari, dapprima effettuare scelte consapevoli di investimento e, successivamente, esaminarne l'andamento<sup>31</sup>. Questa forma di tutela, allora, non dipende più dall'eventuale

---

<sup>30</sup>Cfr. ZANARDO, *Commento sub art. 116 TUF*, in *Commentario TUF* a cura di Vella, Giappichelli, 2012, p. 1198, ritiene che in tutte le ipotesi elencate dall'art. 116 Tuf il legislatore ha sentito la necessità di assoggettare gli emittenti alle medesime regole e sanzioni stabilite per quelli quotati, riconoscendo analoghe esigenze di tutela degli investitori, pur in presenza di significative differenze tra le categorie.

<sup>31</sup>Secondo FABRIZIO, *La disciplina dell'informazione societaria. Analisi economica e regolamentare*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino e Rabitti-Bedogni, Giuffrè, 2004, p. 290 e ss., l'informativa societaria svolge, essenzialmente, due distinte funzioni: una «funzione realmente informativa» quando essa offre, *ex ante*, la possibilità di

quotazione dell'emittente, ma dall'idoneità degli strumenti offerti ad essere oggetto di investimento e a circolare presso un pubblico sufficientemente ampio, coinvolgendo il risparmio diffuso<sup>32</sup>.

Per quanto concerne il secondo aspetto, il legislatore secondario ha previsto un regime meno oneroso in capo agli emittenti mini bond, sia per l'ammissione al segmento del mercato ad essi dedicato sia per il loro collocamento. La previsione di condizioni semplificate rispetto ad un mercato regolamentato o ad altra sede di negoziazione aperta agli investitori al dettaglio, dovrebbe consentire di sviluppare maggiormente la dimensione delle negoziazioni e l'efficienza delle stesse, incentivando le PMI all'utilizzo di tali tecniche di finanziamento. L'organizzazione, da parte di Borsa Italiana, di un nuovo segmento di mercato destinato alla negoziazione dei nuovi strumenti finanziari, risponde all'esigenza di sostenere un adeguato sviluppo dei mini bond e di offrire alle PMI ed agli investitori una sede idonea a sfruttare le opportunità derivanti dal nuovo quadro normativo. La regolamentazione del segmento Extra Mot Pro, infatti, è modellata su criteri di flessibilità, economicità e immediatezza, meno rigidi di quelli previsti per i mercati regolamentati. In particolare, viene richiesta la presenza di intermediario finanziario, che svolga la funzione di sponsor, assistendo l'emittente nella fase di emissione e di collocamento, attraverso impegni diretti ad assicurare la liquidabilità dei titoli fino alla scadenza, a mantenerne nel proprio portafoglio una quota minima fino alla scadenza, ad emettere periodicamente dai giudizi (rating) sui titoli emessi. Inoltre, non è richiesta la necessaria redazione e pubblicazione di un prospetto di quotazione, in conformità delle disposizioni della Direttiva 2003/71/Ce con la prevista approvazione di Consob e di Borsa, ma è sufficiente procedere alla pubblicazione

---

effettuare scelte di investimento o di disinvestimento razionali; una «funzione di rendicontazione» quando, *ex post*, fornisce gli strumenti per valutare correttamente le scelte assunte in precedenza.

<sup>32</sup>Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2014, p. 382, rileva come le forme di protezione e tutela garantite dalla normativa sull'informazione societaria siano ricollegate non solo alla quotazione degli strumenti su di un mercato regolamentato ma anche alla semplice idoneità di un determinato strumento ad essere oggetto di investimento e di circolazione presso un pubblico sufficientemente ampio.

dei bilanci degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile ed alla predisposizione di un documento di ammissione "alleggerito" contenente alcune informazioni minime, tra cui l'indicazione delle persone responsabili, dei fattori di rischio, della struttura organizzativa e dei partecipanti al capitale. Peraltro in caso di emittenti quotati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, il documento di ammissione potrà omettere le informazioni relative all'emittente (persone responsabili, informazioni sull'emittente, struttura organizzativa, principali azionisti ed informazioni finanziarie), concentrandosi sui fattori di rischio connessi all'operazione, sulle informazioni relative agli strumenti finanziari all'ammissione a quotazione ed alle modalità di negoziazione. Ai fini della quotazione non è richiesta la sottoposizione ad un giudizio di rating, sebbene possa risultare opportuna per rendere l'investimento più appetibile per gli investitori.

Per agevolare la flessibilità e facilità di accesso alla quotazione, il regolamento di mercato permette, in base alla tipologia di emittente, di strumento od alla natura dell'operazione, di adottare schemi diversi di prospetto, permettendo alle PMI di modellare il proprio accesso in maniera "tailor made". Successivamente alla quotazione, l'emittente dovrà pubblicare i bilanci annuali revisionati, eventuali giudizi di rating, le informazioni *price sensitive*.

A fronte delle facilitazioni per gli emittenti, la normativa secondaria prevede la destinazione di tale segmento di mercato agli investitori professionali, sul presupposto della loro autonoma capacità di valutare la rischiosità degli strumenti ivi negoziati. Tale tipologia di investitori assume un ruolo determinante per il futuro sviluppo dei mini bond, dal momento che si tratta di strumenti che, pur essendo quotati, sono sostanzialmente illiquidi, in assenza di un mercato secondario per la loro possibile negoziazione. Ne deriva che l'investimento in una PMI si sostanzia in una forma di sostegno all'azienda, altamente rischioso sia per le caratteristiche intrinseche dell'emittente sia per quelle dello strumento offerto, entrambe influenzate, come visto in precedenza, dall'originario superamento di

quelle barriere quantitative ritenute dal legislatore un fattore di garanzia indiretta proprio per gli investitori. Tale situazione viene peraltro appesantita da un'altra previsione che, degna di nota, emerge dalla regolamentazione tecnica. Il documento di ammissione deve, infatti, contenere l'espressa menzione secondo la quale "Consob e Borsa Italiana non hanno esaminato né approvato il contenuto di questo documento". Viene meno, pertanto, quel sistema di controlli e di garanzie che usualmente accompagna i procedimenti di ammissione alla quotazione e di offerta al pubblico, volto a verificare la correttezza di quanto esaminato. Nel caso dei *mini bond*, al contrario, tale controllo viene riservato esclusivamente alle valutazioni discrezionali dei soli soggetti professionali, fondate sulla loro esperienza, competenza e conoscenza del sistema finanziario.

Sotto questo aspetto, sembra che la scelta del regolatore di attribuire esclusivamente a soggetti privati la valutazione sul merito dell'operazione, sulla capacità di indebitamento della società, sull'equilibrio della sua struttura finanziaria e sulle prospettive future, ripercorra, in maniera analoga e parallela, altre metodologie di finanziamento, segnatamente quelle creditizie, ove il giudizio di fattibilità viene assunto direttamente dalla banca senza interventi esterni che possano oggettivamente concorrere alla valutazione finale<sup>33</sup>. Appare questa, una novità di rilievo, dal momento che la mancanza dei parametri dimensionali legali e la conseguente assenza delle connesse cautele, vengono sostituiti, in concreto, da una valutazione discrezionale da parte di coloro che, istituzionalmente, dovrebbero essere protetti proprio dalle medesime cautele. In tal modo viene lasciato al mercato quel giudizio sull'esattezza dell'equilibrio economico e finanziario dell'impresa che, al contrario, costituisce il parametro essenziale tutelato dai limiti dimensionali fissati dal codice civile. Gli investitori non potranno,

---

<sup>33</sup>Cfr. CAPOLINO, *op. cit.* p. 483, afferma che per altre forme di finanziamento dell'impresa, quali il ricorso al credito bancario, resta comunque affidata ad un soggetto professionalmente competente, la valutazione delle capacità di indebitamento della società e dell'equilibrio della struttura del suo passivo, e non è quindi possibile ricorrere ad esse illimitatamente ed indipendentemente da un giudizio di compatibilità delle nuove risorse acquisite in prestito con la struttura finanziaria e le prospettive dell'impresa.



quindi, utilizzare presidi informativi certi ed obiettivi, effettuando una scelta di investimento il cui rischio dipende, in gran parte, da proprie valutazioni.

Nel caso di cessione dei mini bond attraverso successive operazioni di collocamento, si pone il problema di verificare l'applicazione del II comma dell'art.2412 c.c. che attribuisce ai cedenti la responsabilità nei confronti dei cessionari che non siano investitori professionali. A parere di chi scrive, il richiamo a tale disposizione non sembra corretto, dal momento che le due ipotesi, sebbene possano presentare, nella pratica, molte affinità, in punto di diritto non coincidono. La circostanza che nel segmento di mercato dedicato alla quotazione dei mini bond possano aver accesso solo investitori istituzionali, infatti, non rileva al momento della strutturazione dell'operazione del prestito, nel senso che le obbligazioni non vengono immediatamente destinate alla sottoscrizione di tale tipo di investitore ma, al contrario, vengono destinate alla negoziazione su sistemi organizzati eventualmente aperti anche a risparmiatori retail. L'elemento scriminante è la destinazione alla quotazione, non alla sottoscrizione da parte di investitori istituzionali. Ne deriva che, in caso di rivendita successiva, verrà applicato il regime previsto dalla normativa ordinaria e speciale.

4. Alla luce dell'analisi sin qui svolta sembra emergere come il prestito obbligazionario sia stato particolarmente attenzionato per la sua funzione di principale strumento di finanziamento dell'attività d'impresa mediante appello al pubblico risparmio, strettamente connessa alla possibilità di riuscire a conquistare la fiducia ed il gradimento del mercato e degli investitori. L'esigenza di contemperare la necessità delle società anche non quotate ad accedere a nuovi finanziamenti con la tutela del risparmio diffuso, si ripropone con chiarezza quale uno dei compiti che il legislatore, non solo italiano ma anche comunitario, continuerà a dover assolvere con puntualità per poter realizzare gli obiettivi individuati. La valutazione di un investimento nel debito o nel capitale di società di dimensioni ridotte non sottoposte alle regole sulle società quotate ovvero quotate

su sistemi di negoziazione multilaterali con requisiti meno stringenti, si presenta caratterizzata non solo da un generico aggravamento del rischio, ma anche da caratteristiche di complessità di analisi e di minor liquidabilità che potrebbero necessitare di una regolamentazione maggiormente tagliata su tali specificità<sup>34</sup>. Il coinvolgimento di una serie di figure professionali, determinante per il buon esito dell'operazione, assume una valenza altrettanto importante. Simili operazioni possono rappresentare, infatti, un'interessante occasione per favorire un mutamento dell'impostazione dei rapporti banca-impresa, non più rivolti esclusivamente alla concessione di finanziamenti ma, ed è questa la novità, distribuite in una serie di attività e di servizi che non prevedono né un impiego del patrimonio né un'assunzione di rischio ma, essenzialmente, un impiego di approfondite ed oggettive competenze finanziarie, per certi aspetti innovative e diverse da quelle occorrenti per l'erogazione di finanziamenti. Sul punto, anche riallacciandosi al tema generale del convegno, possono aprirsi nuovi orizzonti destinati a influenzare l'operatività degli intermediari creditizi, dei loro clienti e dei mercati. Quanto ai primi, infatti, oltre a sostenere l'operazione attraverso la sottoscrizione dei titoli diretta - definitivamente per una quota minore o temporaneamente in attesa di trasferirli ad investitori professionali - ovvero indiretta - con la sottoscrizione di quote di fondi che investono in mini bond - essi sono chiamati a fornire specifiche e competenti prestazioni per coadiuvare l'impresa, offrendo alla società emittente i servizi necessari per strutturare l'operazione e per ricercare gli investitori, oltre a proporsi nel ruolo di scouting e di advisory in considerazione degli stretti rapporti intrattenuti con il sistema produttivo direttamente sul territorio. L'opportunità di sviluppare forme alternative o complementari al credito bancario va necessariamente accompagnata dalla ricerca e dall'applicazione di una base regolamentare adeguata ed attenta ai mutamenti che, assicurando certezza agli operatori ed al

---

<sup>34</sup>In tal senso RESCIGNO, *Nuove categorie di azioni e di strumenti partecipativi: legge, mercato e problemi in evoluzione*, in *Atti e Convegni commemorativi*, Cit, p. 183 e ss.

mercato, può rivestire un ruolo determinante nella medesima direzione<sup>35</sup>. Sembra questa, allora, la prospettiva entro la quale dovranno muoversi i futuri interventi regolatori. In tal modo, ferma restando la centralità del ruolo delle banche nel finanziamento, nel sostegno e nel monitoraggio delle imprese, potranno subire notevoli cambiamenti le modalità e le funzioni, informate a favorire una maggiore ed efficace “condivisione” di tutto il percorso evolutivo dell’impresa. Si prospetterebbe, pertanto, un passaggio verso un modello di relationship parzialmente diverso, decisamente orientato a promuovere una progressiva disintermediazione creditizia, propedeutica ad un ridimensionamento dei canali tradizionali di finanziamento ed ad un affermazione dei circuiti virtuosi di mercato. In questa misura potranno essere acquisiti in modo permanente i vantaggi del cambiamento: bilanci bancari più sostenibili per la diversificazione del rischio, ruolo crescente delle banche nei servizi di corporate finance, finanza aziendale più solida e compatibile con strategie di crescita delle imprese<sup>36</sup>. Si possono aprire nuovi scenari su un tema ampiamente dibattuto, nella dottrina economica e giuridica, relativa ai rapporti banca – impresa che, sottolineando l’importanza delle questioni legate alle strategie da adottare nei confronti delle imprese e della clientela, riafferma il ruolo centrale del c.d. “capitale relazionale” delle banche<sup>37</sup> da tenere debitamente in considerazione unitamente al capitale economico. Per l’adozione di interventi concretamente orientati alle esigenze di crescita e di sviluppo dei propri clienti gli enti creditizi dovrebbero porsi in una dimensione che potrebbe anche prescindere dall’erogazione concreta di risorse per essere efficacemente messa a servizio del sistema economico.

---

<sup>35</sup>Si richiama a tal proposito il concetto di shadow banking vale a dire un sistema bancario “ombra” o alternativo alle fonti tradizionali di accesso al credito bancario costituito, ad esempio, dai bond, dal private placement (obbligazioni emesse da aziende di medie dimensioni e vendute privatamente a uno o pochi investitori), dai fondi e ai veicoli privati e pubblici (di turnaround o meno), dai credit funds (fondi aperti per gli investitori istituzionali), dalle cambiali finanziarie, dagli interventi dei fondi di private equity.

<sup>36</sup>Cfr. FORESTIERI, *op. cit.*, p.15.

<sup>37</sup>Cfr. CASELLI, *Capitale economico e capitale relazionale: la governance delle banche e il rapporto con le imprese*, in *Bancaria*, n.3/2012, p. 2 e ss.

Nella medesima logica, anche le PMI, dovranno rivedere la configurazione dei propri modelli. Sarà necessaria una maggiore collaborazione con i propri partners finanziari che dovrà necessariamente basarsi su una più ampia trasparenza, su una migliore disponibilità di ogni informazione qualitativa e quantitativa per giungere ad una ponderata valutazione dell'operatività aziendale e consentire al finanziatore un'attenta valutazione del merito, della scelta dei più adeguati servizi di finanziamento, onde giungere all'instaurazione di rapporti prolungati e duraturi, fondati su una utile conoscenza reciproca<sup>38</sup>.

5. Le recenti scelte del legislatore nazionale in tema di diversificazione delle tecniche di finanziamento delle piccole e medie imprese appaiono di indubbio rilievo sistematico, dal momento che si propongono di rinnovare l'assetto regolamentare per l'accesso al mercato dei capitali. L'idea di fondo che ha mosso, in una visione d'insieme, i diversi provvedimenti susseguitisi nel corso degli ultimi anni, sembra potersi configurare nell'intento di "avvicinare" progressivamente la finanza all'economia reale, come dimostrano le numerose disposizioni che hanno focalizzato la loro attenzione sulle realtà imprenditoriali di limitata dimensione, riconoscendo loro la facoltà di utilizzare tecniche e strumenti di accesso al mercato dei capitali, tradizionalmente riservate alle grandi imprese. Siffatto intendimento si fonda, necessariamente, su rinnovati principi giuridici e, prima ancora, economici e culturali, nel senso che richiede, per una sua completa applicazione pratica, un necessario cambiamento nell'approccio alla gestione ed alla amministrazione dell'impresa. Le logiche che hanno tradizionalmente informato le PMI, infatti, devono cedere il passo all'idea dell'apertura della società a nuovi capitali, di debito o di credito, ed alla conseguente crescita dimensionale, quali fattori ineludibili per poter mantenere adeguati livelli di efficienza e di competitività anche sui nuovi mercati, ormai destinati ad una dimensione internazionale. L'architettura disegnata dalle nuove disposizioni sembra poter

---

<sup>38</sup>Cfr. PELLEGGATTA, *Capitalizzazione e fonti di finanziamento delle PMI italiane: analisi delle principali criticità e prospettive*, in *Bancaria* n. 9/2013, p. 1 ss.

garantire simili intendimenti: se da un lato essa importa certamente un aggravamento di costi e di oneri economici, di adempimenti gestionali oltre ad una generale aumento delle difficoltà operative per il *management* dell'impresa, allo stesso modo permette un miglioramento dell'organizzazione, della struttura e dell'operatività della stessa, facilitando l'inserimento in segmenti economici, probabilmente fin'ora impensabili. Così la diversificazione delle fonti di finanziamento non va vista solo quale fattore di reazione agli eventi congiunturali quanto, piuttosto, come occasione di crescita e di sviluppo che permette all'intero sistema di adeguarsi alle nuove prospettive e di migliorare la propria efficienza. Se ciò consentirà un decisivo intervento a sostegno del finanziamento delle imprese, contemporaneamente costituirà la strada per stimolare uno sviluppo virtuoso delle attività economiche, svolte da società sottoposte a forme incisive di regolazione e di trasparenza. Si potrà garantire alle imprese ed all'intero sistema, così come anche richiesto in sede comunitaria, il raggiungimento di livelli di efficienza e di crescita dimensionale idonei a cogliere le opportunità di un mercato progressivamente volto a principi di internazionalità e di globalizzazione. In tal modo si rivaluterà la funzione principale del mercato finanziario, di supporto e sviluppo dell'economia reale.

L'articolazione della normativa sui *mini bond* è pienamente rispettosa dei rilevati principi: la sottoposizione ai vincoli di trasparenza, necessaria per la quotazione sul mercato destinato, l'intervento di nuovi soggetti quali i consulenti, l'advisor, le banche, le società di revisione, gravano, anche economicamente, sull'impresa, sulle tempistiche e sul costo complessivo del finanziamento rispetto a quello bancario, ma, al contempo, permette all'emittente di migliorare la propria struttura economico-finanziaria, l'organizzazione interna, le strategie aziendali ed, in genere, la propria *performance* per poter sottoporsi al giudizio del mercato ed ottenere dagli investitori quella necessaria fiducia che li spingerà ad investire nei propri strumenti. Peraltro, il maggior grado di trasparenza acquisito con la quotazione delle obbligazioni e la fiducia degli investitori miglioreranno anche lo

standing creditizio dell'emittente, facilitando l'accesso al credito bancario e consentendo, probabilmente, l'applicazione di condizioni più vantaggiose.

Su un diverso versante, oltre agli impatti prettamente economici legati all'utilizzo di questi strumenti, va valutato un altro aspetto, meno diretto ma altrettanto rilevante in un contesto che si propone di incrementare la crescita del tessuto imprenditoriale e professionale del paese: la diffusione di competenze. L'emissione dei *mini bond*, come detto, richiede il coinvolgimento di nuove figure professionali, fin'ora distanti dalle realtà imprenditoriali di minore dimensione, dotate di particolari ed eterogenee competenze. Ciò permetterà alle imprese, di accrescere il livello di professionalità personale e di coloro con cui collaborano, aggiungendo ulteriori tasselli indispensabili per una competizione sui mercati.

Il nuovo assetto sembra essere stato apprezzato dagli operatori, come dimostra l'aumento del numero di emissioni di mini bond registratosi nel nostro sistema, nonostante le difficoltà riscontratesi nel collocamento di obbligazioni di taglia piccola, dipendenti, in buona sostanza, dalla tendenziale preferenza degli investitori istituzionali verso strumenti liquidi, con rating trasparenti e meno onerosi. Sarebbe opportuno, allora, incentivare l'intervento di investitori specializzati, attratti non soltanto dagli obiettivi speculativi ma anche da quelli industriali delle imprese. D'altro canto si registra un costante e progressivo interesse da parte degli investitori, con la costituzione di fondi specializzati nell'investimento in mini bond, incentivati anche dalla garanzie prestate dal Fondo Centrale PMI.

Quanto ai mercati, sembra chiaro che la loro evoluzione vada nel senso di ampliare le sedi organizzate specializzate nella negoziazione degli strumenti delle PMI, capaci di coniugare efficientemente le esigenze di finanziati e finanziatori, in un'ottica che intende progressivamente sviluppare un sistema comune europeo di negoziazione. A riprova di ciò, la stessa Direttiva Mifid 2, come noto, interviene sul punto, prevedendo una sottocategoria di mercati

denominata “Mercati di crescita per le PMI” destinati alla negoziazione degli strumenti emessi da imprese con bassa capitalizzazione. Il moltiplicarsi delle sedi di negoziazione produce un’efficiente competizione tra mercati nel rispetto del principio della regola della *best execution*, così come richiesto dalla normativa comunitaria, ma pone il rischio di una eccessiva frammentazione delle sedi di negoziazione. Si spiega, così, la recente tendenza del legislatore comunitario volta alla creazione di un mercato comunitario specializzato in simili strumenti.

**Roberto Caratozzolo**

*Ricercatore confermato di diritto dell’economia  
nell’Università di Messina*

## L'EFFICACIA DELLA REGOLAMENTAZIONE EUROPEA E NAZIONALE PER IL MEZZOGIORNO\*.

*(The effectiveness of regulatory framework  
of Mezzogiorno in Italy)*

**ABSTRACT:** *The persistent development gap between North and South Italy, the continued retreat of the regions of the South compared to the average European, pose, as a central issue for our country, the need to create a virtuous and effective regulatory framework based on competitiveness and cohesion at European and national level.*

*The article aims to underline the strengths (where present) and the elements of weakness, contradictions and inconsistencies that characterize the European regulatory framework, making a critical analysis of the legislation governing the financial instruments for cohesion policies; then the article, secondly, analyze concretely the effects of the implementation of these instruments into national law, and in particular in the southern regions of our country.*

*The study should also consider the recent establishment of a new institutional framework of governance for cohesion policies at the national level, that will have to operate in order to find how effective and efficient ways to use resources that are derived from European structural funds.*

*The regulatory framework for the Mezzogiorno, both at European and national level, is always evolving, and although certain measures are being introduced to overcome the many difficulties that developed over time, the article aims to analyze the evolution and effectiveness the measures implemented in favor of the Mezzogiorno.*

**SOMMARIO:** 1. Osservazioni introduttive. La “questione meridionale” verso il futuro – 2. L’evoluzione dell’intervento pubblico nel Mezzogiorno e il nuovo assetto dei poteri tra Stato, Regioni e Unione Europea – 3. I limiti e l’inadeguatezza dell’intervento pubblico nel Mezzogiorno – 4. La politica di coesione economica e sociale e l’intervento dell’Unione europea a favore dei

---

\* Contributo approvato dai revisori.



territori svantaggiati attraverso la disciplina dei Fondi strutturali europei – 5. La programmazione e le misure di attuazione e di impiego dei Fondi strutturali europei nel Mezzogiorno. Un'altra occasione perduta?

1. L'intervento pubblico nel Mezzogiorno ha sempre posto problemi rilevanti per il sistema legislativo ed amministrativo nazionale. La "questione meridionale", come vedremo, rappresenta uno dei capitoli più controversi della storia politica, giuridica ed economica del nostro Paese<sup>1</sup>, che si innesta su una dimensione complessa, risultante dalla stratificazione, nel tempo, dei problemi dell'area meridionale.

L'evoluzione del Mezzogiorno è stata caratterizzata dall'applicazione di una variegata tipologia di strumenti di aiuto, i quali, però, a causa di una inefficiente programmazione e gestione delle risorse, hanno prodotto la moltiplicazione di apparati e procedimenti con effetti negativi sulla finanza pubblica.

A fronte di ciò, il persistente divario di sviluppo tra Nord e Sud Italia, il perdurante arretramento delle Regioni del Mezzogiorno rispetto ai valori medi europei, pongono come questione centrale per il nostro Paese la costruzione di un contesto regolamentare virtuoso ed efficace fondato su competitività e coesione, sia a livello europeo sia a livello nazionale.

Infatti, come evidenziato nell'ultimo Rapporto sull'economia del Mezzogiorno della SVIMEZ<sup>2</sup>, se nel complesso l'economia italiana sta uscendo, pur con lentezza, dalla crisi più lunga dal dopoguerra, il Mezzogiorno ancora non vede segni di ripresa<sup>3</sup>. Non è difficile immaginare quali siano le due grandi emergenze che questa area del nostro Paese si trova a dover affrontare: quella sociale, che

---

<sup>1</sup>Si veda, in termini generali, CASSESE, *Questione amministrativa e questione meridionale: dimensioni e reclutamento della burocrazia dall'unità ad oggi*, Milano, 1977.

<sup>2</sup>Cfr. SVIMEZ, *Rapporto sull'economia del Mezzogiorno*, Bologna, 2015.

<sup>3</sup>Infatti, come si evince dai dati emersi nel Rapporto SVIMEZ 2015, nel 2014 il PIL è calato nel Mezzogiorno del -1,3%, rallentando la caduta già registrata nell'anno precedente (-2,7%). Dal 2007 nel Mezzogiorno il PIL si è ridotto del -13%, quasi il doppio della flessione registrata al Centro-Nord (-7,4%).

vede un crollo dell'occupazione, e quella produttiva, con il rischio di una imponente desertificazione industriale.

A ben vedere, sembra di cruciale e fondamentale importanza fondare alcune linee direttrici di intervento pubblico prioritarie per la ripresa degli investimenti, pubblici e privati, crollati negli ultimi anni, per far fronte all'emergenza giovanile e occupazionale con l'identificazione di una politica di sviluppo, e per riprendere il processo di industrializzazione del Mezzogiorno.

Dopo il fallimento delle politiche di austerità, che hanno contribuito all'aumento delle disparità tra aree forti ed aree deboli dell'Unione europea con un effetto territoriale profondamente asimmetrico<sup>4</sup>, è giunto il momento di mettere in campo una strategia di sviluppo nazionale, che ponga in una posizione di primo piano il Mezzogiorno, che ponga la "quesitone meridionale" al centro del futuro.

Il presente studio, attraverso la ricostruzione della normativa a favore del Mezzogiorno e dei limiti che hanno incontrato nel tempo le politiche di sviluppo per aree depresse del Paese, vuole contribuire ad indagare i risultati dell'intervento pubblico e le ragioni che stanno alla base delle difficoltà di un mutamento del meccanismo di sviluppo<sup>5</sup>.

In particolare, si esamina l'evoluzione storico normativa degli interventi a favore del Mezzogiorno, a partire dal secondo dopoguerra sino alla conclusione del piano di interventi straordinari per le Regioni svantaggiate del nostro Paese, operando una analisi dei limiti che l'intervento pubblico dello Stato ha reso evidenti.

Si tiene altresì conto della disciplina europea dei Fondi strutturali europei in attuazione della politica di coesione economica e sociale, nel tentativo di

---

<sup>4</sup>Per un inquadramento di queste politiche di austerità si veda lo studio di GIANNOLA - PADOVANI - PETRAGLIA, *Spending review e divari regionali in Italia*, in *Economia Pubblica – The Italian Journal of Public Economics*, 2015.

<sup>5</sup>Per un'analisi critica sull'inefficienza dell'intervento pubblico nel Mezzogiorno, ed in particolare sulle disfunzioni dell'amministrazione pubblica, si veda AMOROSINO, *La questione amministrativa meridionale*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 2, 2010, pp. 737 ss.

evidenziare gli elementi di forza (laddove presenti) e gli elementi di debolezza, contraddittorietà e incongruenza che le caratterizzano, operando una analisi critica della normativa che regola gli strumenti finanziari per le politiche di coesione; in seguito, l'esame si sposterà in concreto sugli effetti della attuazione di questi strumenti nell'ordinamento nazionale ad opera della nuova programmazione pluriennale per il Mezzogiorno.

A bene vedere, il quadro regolatorio per il Mezzogiorno, sia a livello europeo, sia a livello nazionale è sempre in continua evoluzione e, benché alcune misure siano in corso di introduzione per ottemperare alle numerose criticità stratificatesi nel tempo, sarà nostra cura tentare di delinearne quanto più possibile la loro efficacia.

2. Volendo operare un *excursus* dell'intervento pubblico a favore del Mezzogiorno dall'ultimo dopoguerra ad oggi, si rileva che, dalla fine del secondo conflitto mondiale, gli interventi legislativi per il Mezzogiorno furono inizialmente caratterizzati dalla finalità di soccorrere situazioni di emergenza, con conseguente carattere di provvisorietà e di frammentarietà. Si trattava di provvedimenti straordinari<sup>6</sup>, in gran parte determinati da necessità contingenti, per rimediare alle più elementari insufficienze amministrative, tecniche, finanziarie, civili ed organizzative (ad es., la totale carenza degli organi del credito industriale e la penuria di capitali, con i conseguenti altissimi tassi di interesse).

Soltanto nel 1950 il problema fu visto con carattere di organicità e fu elaborata la legge di istituzione della Cassa per il Mezzogiorno (l. n. 646/1950)<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup>Sul carattere di specialità e straordinarietà dell'intervento pubblico nel Mezzogiorno si veda il contributo di MORONE - VECCHIONE, *Mezzogiorno (legislazione sul)*, in *Enciclopedia Giuridica*, Roma, 1990.

<sup>7</sup>Per un'ampia disamina su natura e funzione giuridica della Cassa per il Mezzogiorno si vedano gli studi di CAFIERO, *La nascita della Cassa*, in AA.VV., *Studi in onore di Pasquale Saraceno*, Milano, 1975, pp. 179 ss.; MELIS, *Amministrazioni speciali e Mezzogiorno nell'esperienza dello Stato Liberale*, in ANNESI (a cura di), *L'efficienza delle strutture e delle procedure dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno*, SVIMEZ, 1993, pp. 19 ss.; SBRESCIA, *Alle*

che impegnava lo Stato italiano ad affrontare sul terreno dell'economia la "questione meridionale", con un primo tentativo di evasione dallo schema tradizionale dell'intervento rivolto frammentariamente alle più palesi insufficienze locali nel campo delle opere pubbliche. Con l'istituzione della Cassa per il Mezzogiorno, inoltre, trovò compiuta attuazione il principio della differenziazione normativa ed organizzativa in funzione degli interventi speciali per il Sud<sup>8</sup>.

Questa volta si affrontavano le necessità del Mezzogiorno come un tutto, come una vasta Regione tutta bisognosa di essere reimmessa nel circuito economico del Paese. Si può dire che nel 1950 si prese piena coscienza del carattere "dualistico"<sup>9</sup> dell'economia italiana, per cui oltre un terzo del Paese ristagnava in forme di economia arretrata, mentre le regioni più vicine ai centri, dai quali nel corso del secolo XIX si era irradiato lo sviluppo economico europeo, continuavano a progredire<sup>10</sup>.

Infatti, quando l'intervento straordinario per lo sviluppo del Mezzogiorno<sup>11</sup> ha preso l'avvio, il nostro Paese aveva molte caratteristiche di un paese sottosviluppato e i problemi per l'intera economia derivante dalla sua arretratezza erano molto più rilevanti di quelli analoghi esistenti in altri paesi industriali

---

*origini dell'intervento pubblico nell'economia meridionale: la Cassa per il Mezzogiorno a sessant'anni dalla sua istituzione*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 4, 2010, pp. 1291 ss.

<sup>8</sup>Si veda in questo senso, CASSESE, *Federalismo e Mezzogiorno*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 4, 2004, p. 990.

<sup>9</sup>Il *dualismo economico* può essere definito come la coesistenza in un medesimo sistema economico di due parti contrapposte per struttura e meccanismi di funzionamento. Nell'economia italiana il diverso grado di sviluppo del Centro-Nord e del Sud è il caso più noto di dualismo economico *territoriale*. Sul tema numerosi sono gli studi: si vedano GIANNOLA - SCALERA, *Il Mezzogiorno alla vigilia dell'Unione monetaria: aspetti del dualismo Nord-Sud e prospettive dell'integrazione europea*, in *Rivista Internazionale di Scienze Sociali*, n. 2, 1998, p. 299 ss.

<sup>10</sup>Cfr. DI NARDI, *I provvedimenti per il Mezzogiorno 1950- 1960*, in *Economia e Storia*, pp. 489 ss., 1960.

<sup>11</sup>Sull'avvio dell'intervento straordinario la dottrina è particolarmente estesa. Si vedano per tutti ANNESI, *Mezzogiorno*, in *Enciclopedia del diritto*, XXVI, Milano 1976; TRACANNA, *Cassa per il Mezzogiorno*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, 1976; PODBIELSKI, *Venticinque anni di intervento straordinario nel Mezzogiorno*, SVIMEZ, Milano, 1978; PESCATORE, *Politiche e amministrazione nello sviluppo del Mezzogiorno*, in *Studi per il centocinquantesimo del Consiglio di Stato*, n. 2, 1981; MORONE - VECCHIONE, *Mezzogiorno (legislazione sul)*, op. ult.cit., 1990; D'ANTONE (a cura di), *Radici storiche ed esperienza dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno*, Napoli, 1996.

occidentali<sup>12</sup>.

La legge mutuando, razionalizzandoli, alcuni dei principi informativi delle “leggi speciali”<sup>13</sup> emanate dall’unificazione sino a quel momento,<sup>14</sup> introduce dunque il concetto di intervento straordinario: straordinarietà che si sostanzia non solo nella aggiuntività delle dotazioni rispetto alla spesa ordinaria delle Amministrazioni statali ma, soprattutto, nell’istituzione di una struttura organizzativa *ad hoc* titolare di competenze proprie in materia di interventi per le regioni meridionali<sup>15</sup>.

Attraverso un processo di integrazione, definizione ed assestamento protrattosi per circa un ventennio, l’ordinamento dell’intervento straordinario delineato dalla legge istitutiva della Cassa per il Mezzogiorno viene ad assumere caratteristiche del tutto peculiari.

Al termine di tale processo, che si attiene costantemente al principio della differenziazione, l’intervento straordinario – cui viene assegnata come finalità principale la realizzazione diretta di complessi organici di opere nel settore delle infrastrutture e la concessione di incentivi alle attività produttive e, in particolare, alle attività industriali – viene ad avere un proprio organo di governo con funzioni di vigilanza (Ministro per gli interventi straordinari nel Mezzogiorno), un organo di controllo parlamentare (Commissione parlamentare per l’esercizio dei poteri di controllo sulla programmazione e sull’attuazione degli interventi ordinari e straordinari nel Mezzogiorno), un organo tecnico consultivo (Delegazione speciale del Consiglio Superiore dei LL. PP.), un organo di controllo e di consultazione con le Regioni (Comitato dei rappresentanti delle Regioni meridionali) nonché una

---

<sup>12</sup>Cfr. ACKLEY, *Un modello econometrico dello sviluppo italiano nel dopoguerra*, Collana SVIMEZ, Milano, 1963.

<sup>13</sup>Per un’ampia disamina della legislazione speciale dall’unificazione italiana al secondo dopoguerra si veda l’analisi di ANNESI, *Mezzogiorno, op. ult. cit.*

<sup>14</sup>Per una analisi circa i problemi delle amministrazioni regionali all’epoca dell’unificazione, si veda GIANNINI, *Problemi dell’amministrazione delle Regioni insufficientemente sviluppate*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, n. 3, 1962, pp. 552 ss.

<sup>15</sup>Cfr. CASSESE, *Amministrazione speciale e amministrazione ordinaria per lo sviluppo del Mezzogiorno*, Roma, 1965.

struttura amministrativa “dedicata”, costituita dalla Cassa stessa e dagli enti ad essa collegati, retta da una specifica disciplina procedimentale e di spesa.

Peculiari sono anche, sul piano della disciplina dell’attività, le modalità di svolgimento dell’azione di intervento straordinario, che si articola nelle fasi della pianificazione, della programmazione e dell’attuazione, sulla base di una razionale ripartizione di competenze tra organi di governo e struttura amministrativa “dedicata”.

Al di là di insufficienze marginali è certo che l’azione di intervento straordinario ha grandemente contribuito al conseguimento di risultati di notevole rilievo che rendono incomparabile la situazione del Mezzogiorno con quella del 1950, quando ebbe inizio la politica di intervento diversificata<sup>16</sup>.

L’eliminazione della miseria di massa, la realizzazione di grandi infrastrutture che costruirono il presupposto per l’avvio di un meccanismo autonomo di sviluppo, l’inizio di un intenso processo di modernizzazione, il sorgere di importanti nuclei industriali, sono realtà che non possono essere negate.

Né vale obiettare che a tale processo fa oggi riscontro, negativamente, la riduzione della presenza dello Stato come regolatore della vita collettiva, con la progressiva espansione della corruzione e del potere della delinquenza organizzata.

Se è vero che questi fenomeni sono, purtroppo, una realtà nel Mezzogiorno degli anni ’90, è anche vero che non possono essere ricondotti ad azioni od omissioni dell’intervento straordinario in quanto tale, chiamando invece in causa responsabilità istituzionali e politiche.

Alla perdita di efficienza dell’intervento straordinario hanno certamente concorso tre fattori.

---

<sup>16</sup>Infatti, il Mezzogiorno diventò per un quindicennio protagonista dello sviluppo economico nazionale e partecipò a pieno titolo alla *golden age*. A metà degli anni ’70 “*può considerarsi un sistema industriale in via di consolidamento con molti tratti di fragilità e anche macroscopiche inefficienze, ma con una base identificata di vocazioni e di potenzialità*”. Così GIANNOLA, *Il Mezzogiorno nell’economia italiana*, Bologna, 1978.

Il primo fattore è costituito dal minor rigore con cui, nel corso degli anni, è stata osservata la regola di condotta, contenuta nella legge istitutiva, secondo cui l'intervento straordinario doveva darsi esclusivamente carico della realizzazione di "complessi organici di opere". Va subito detto, peraltro, che a questo progressivo allontanamento da un comportamento imposto dalla normativa, rigidamente osservato nel primo quindicennio di azione dell'intervento straordinario, contribuì, in maniera determinante, l'orientamento prevalso in Parlamento, a partire dalla metà degli anni '60, di accollare alla Cassa per il Mezzogiorno - in funzione della sua maggiore capacità di spesa - compiti tipici delle amministrazioni ordinarie, quali la realizzazione di singole infrastrutture minori (scuole, ospedali, cimiteri, campi sportivi ecc.)

Il secondo fattore è costituito dalla sopravvenuta attuazione, a partire dal 1972, dell'ordinamento regionale e del conseguente insorgere di una posizione di conflittualità dei nuovi enti nei confronti dell'intervento straordinario, considerato come un'illegittima invasione della sfera di competenza delle Regioni in materia di assetto del territorio.

Il terzo fattore, infine, è costituito dalla progressiva occupazione delle istituzioni da parte del sistema dei partiti, con il conseguente venir meno della situazione precedente, nell'ambito della quale la tecnostruttura dell'intervento straordinario, con la titolarità del potere di autoprogrammare i suoi interventi, aveva usufruito di una sorta di delega in bianco da parte del potere politico.

Il gioco congiunto di questi tre fattori concorse a determinare un progressivo sfaldamento della concezione originaria dell'intervento straordinario, che al 31 dicembre 1980 - termine di scadenza fissato dalla legge n. 717 del 1965 - versava in una situazione che richiedeva necessariamente una profonda riforma.

Anche in relazione alla mancanza di un "progetto" sostitutivo, ebbe così inizio un periodo confuso, caratterizzato da brevi proroghe (talvolta di pochi mesi) dell'ordinamento precedente, in attesa di una nuova disciplina dell'intervento straordinario, a cui lavorava tra incertezze e contraddizioni, il Parlamento.

Un ordinamento, quale quello dell'intervento straordinario – che aveva alla sua base il canone della programmazione per progetti – venne così a trovarsi per un periodo di circa sei anni, nell'impossibilità di programmare.

Questa situazione non subì sostanziali modificazioni con l'emanazione della legge n.651 del 1983 che, nata da un compromesso tra i vari schieramenti parlamentari, si limitò a prevedere l'elaborazione di un Programma triennale di sviluppo del Mezzogiorno, senza peraltro definirne compiutamente la disciplina procedimentale né gli effetti e le modalità di attuazione e, soprattutto, senza configurare la struttura organizzativa preposta all'attuazione del programma.

Restavano peraltro confermati dalla legge i contenuti dell'intervento straordinario, finalizzato al riequilibrio socio-economico e allo sviluppo dei territori meridionali nel quadro dello sviluppo economico nazionale attraverso "interventi organici, straordinari ed aggiuntivi".

Si arrivò così all'emanazione della legge n. 64 del 1986<sup>17</sup>, con la quale – integrando e completando le previsioni della legge precedente – veniva definita la nuova disciplina organica dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno.

Di questa consolidata accezione di intervento straordinario, solo l'elemento dell'*aggiuntività* restava fermo nella nuova disciplina introdotta richiamata dalla legge n. 64.

Il meccanismo operativo unitario cedeva, invece, il posto sulla base di una sorta di decentramento, ad una molteplicità di soggetti (amministrazioni centrali, regioni, enti locali, enti pubblici, economici e no, soggetti privati), tutti legittimati ad ottenere il finanziamento degli interventi e delle azioni – previsti da un

---

<sup>17</sup>Sulla legge n. 64/1986 si vedano, tra gli altri, CRISCI, *Le linee generali della riforma dell'intervento straordinario*, in *Diritto dell'impresa*, 1, 1987; QUARANTA, *Gli accordi di programma nella legge 1° marzo 1986, n. 64, sul Mezzogiorno*, in *Diritto dell'impresa*, 1, 1987; CALAMITA, *Il sistema delle incentivazioni*, in *Diritto dell'impresa*, 1, 1987; FIORE, *Agevolazioni e diritto penale*, in *Diritto dell'impresa*, 1, 1987; MARONGIU, *La l.1° marzo 1986, n. 64: una soluzione ancora sospesa tra nuovo e vecchio*, in *Le Regioni*, n. 2, pp. 251 ss; *Disciplina organica dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno (commento all'art. 1, l. 1 marzo 1986 n. 64)*, in *Le nuove leggi civili e commentate*, n. 1, 1990, pp. 19 ss; DI GASPARE, *Il nuovo intervento straordinario: dalla cultura del progetto alla cultura dell'emergenza*, in *Le Regioni*, n. 3, 1991, pp. 654 ss.



programma triennale di sviluppo articolato in “azioni organiche di intervento”, definite dalla precedente legge n. 651 del 1983 ed inseriti, dopo il vaglio politico-economico, in “piani annuali di attuazione” – e tutti legittimati a realizzarli secondo le procedure previste dal rispettivo ordinamento<sup>18</sup>.

Questo radicale mutamento rispetto al passato era derivato da una precisa scelta politica, secondo cui intento della nuova disciplina doveva essere quello di restituire *“alle amministrazioni ordinarie competenze ed iniziative, consentendo loro la titolarità formale e sostanziale degli interventi”*. Conseguentemente, le Regioni e gli enti locali avrebbero costituito, *“insieme alle amministrazioni centrali ed ai soggetti locali, il pool progettuale operativo dell'intervento straordinario, mentre l'Agenzia per la promozione dello sviluppo del Mezzogiorno ne avrebbe costituito il polo finanziario”*<sup>19</sup>.

In coerenza con tale scelta, da un lato veniva dilatato oltre ogni misura logica il concetto di intervento straordinario<sup>20</sup> e, dall'altro, veniva attribuito il ruolo di attori di tale intervento ad una molteplicità di soggetti, sia pubblici che privati.

Di conseguenza, l'intervento straordinario veniva ridotto ad un finanziamento selettivo, da parte dello Stato, di progetti (sarebbe più corretto parlare di idee progettuali) presentati da amministrazioni pubbliche e veniva istituita, in sostituzione della Cassa per il Mezzogiorno, che aveva in precedenza provveduto alla programmazione e alla realizzazione degli interventi e che veniva soppressa, l'Agenzia per la promozione dello sviluppo del Mezzogiorno, con il

---

<sup>18</sup>Cfr. ANNESI, *Bilancio di una legge*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 2, 1989.

<sup>19</sup>La scelta era motivata nella Relazione governativa al disegno di legge divenuto poi la legge 1° marzo 1986, n. 64 (Atto Senato n. 969).

<sup>20</sup>Stabiliva al riguardo l'art. 1, comma 2 della legge n. 64 che *“le attività e le iniziative, con particolare riguardo alle produzioni sostitutive di importazioni e alle innovazioni, che concorrono al risanamento, all'ammodernamento e all'espansione dell'apparato produttivo, all'accrescimento dei livelli di produttività economica, al riequilibrio territoriale interno, alla valorizzazione delle risorse locali e al miglioramento della qualità della vita, al potenziamento e alla riqualificazione delle istituzioni locali economiche, tecnico-scientifiche e culturali, formative ed amministrative, possono rientrare nell'intervento straordinario ed essere finanziate o agevolate in esecuzione del Programma triennale di sviluppo”*.

limitato compito di provvedere al finanziamento dei progetti approvati.

Veniva meno pertanto, quella che era stata la caratteristica fondamentale della Cassa per il Mezzogiorno, e cioè la capacità giuridica di operare sulla base del modulo unitario programmazione-progettazione-finanziamento-esecuzione degli interventi.

Al di là di questa radicale innovazione, restava immutata la connotazione tipica dell'intervento straordinario.

Eccezion fatta per l'istituzione, nell'ambito della Presidenza del Consiglio, del Dipartimento per il Mezzogiorno, rimaneva invariata l'organizzazione dell'intervento a livello governativo e parlamentare – articolata nel Comitato interministeriale per la programmazione economica (CIPE), nel Comitato interministeriale per il coordinamento della politica industriale (CIPI), nella Commissione parlamentare per il Mezzogiorno e nel Comitato dei rappresentanti delle Regioni meridionali – mentre il ruolo del Ministro per gli interventi straordinari nel Mezzogiorno veniva esaltato, con l'attribuzione del potere di coordinamento del complesso dell'azione pubblica nel Mezzogiorno.

Nella sua struttura essenziale restava, altresì, immutato il sistema degli incentivi finanziari alle attività produttive, che aveva svolto un ruolo rilevante nella pregressa azione di intervento straordinario e che veniva, anzi, arricchito di contenuti.

Da un lato, infatti, venivano previste agevolazioni per i “servizi reali”, dall'altro venivano rese agevolabili tutte le iniziative produttive, da quelle completamente nuove a quelle sostitutive, fermi restando gli ammodernamenti e le ristrutturazioni, e veniva estesa la gamma dei soggetti destinatari delle agevolazioni, includendovi anche le imprese di servizi.

Venivano, poi, mantenuti gli altri strumenti di sostegno alle imprese previsti dalla legislazione precedente (agevolazioni fiscali, garanzia sussidiaria a fondi di garanzia collettiva, tariffe preferenziali, riserve di forniture).

La legge n. 64 del 1986 ebbe un avvio stentato e la sua applicazione –

rallentata anche per effetto dei ritardi registrati nell'emanazione della normativa secondaria da essa prevista – confermò che al precedente sistema di intervento non ne era succeduto un altro capace di incidere realmente sul processo di sviluppo delle Regioni meridionali.

I “piani annuali di attuazione”, in particolare, si risolsero nella maggior parte dei casi, in una sommatoria, non di progetti, ma di generiche indicazioni di singole infrastrutture di nessuna valenza strategica e di interesse prevalentemente locale<sup>21</sup>.

Nel corso del 1992 si era, intanto, reso indispensabile un rifinanziamento della legge n. 64 del 1986, dal momento che i “piani annuali di attuazione” approvati avevano, pressoché interamente, impegnato la dotazione di 120.000 miliardi di lire da essa conferita (utilizzata, peraltro, in misura rilevante, per finalità estranee all'intervento straordinario). Questo rappresentava un segnale che dava tutte le indicazioni per il superamento di una concezione di specialità degli interventi a favore del Mezzogiorno. Infatti, è importante rilevare che la direzione verso una trasformazione dell'intervento straordinario è riconducibile, nel complesso, già alla volontà di armonizzare la politica di sviluppo con gli orientamenti dell'Unione europea. Infatti, la Commissione europea e la Corte di giustizia hanno svolto un ruolo chiave nello smantellamento dell'apparato operativo che ha contraddistinto l'intervento straordinario ad opera della decisione n. 88/318. In particolare la Commissione ha condannato la politica degli incentivi al Mezzogiorno per contrasto con i criteri europei in materia di aiuti di stato, indirizzo confermato anche dalla Corte di giustizia<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup>Mentre la legge si avviava stancamente ad entrare a regime, veniva presentata, il 16 settembre 1991, una proposta di *referendum* abrogativo, dichiarata ammissibile dalla Corte costituzionale con sentenza 15 gennaio 1993, n. 31. Il quesito referendario era diretto all'abrogazione delle disposizioni della legge che regolamentavano gli organi e le procedure dell'intervento straordinario. Non erano, invece, investite dalla richiesta di *referendum* le disposizioni concernenti gli incentivi e le agevolazioni di varia natura per le attività produttive, che, secondo i promotori, avrebbero conservato, dunque, la loro vigenza, anche se non veniva indicato quali organi, dopo la fine dell'intervento straordinario, li avrebbero gestiti e con quali procedure.

<sup>22</sup>Corte di giustizia, sentenza 20 marzo 1990, causa n. 21/88, in *Racc.*, 1990, I, pp. 889 ss.

Veniva, perciò, emanato il D.L. n. 415/1992 (convertito con L. n. 488/1992), nella dichiarata *“attesa della trasformazione dell’intervento straordinario, attraverso un graduale passaggio ad una gestione ordinaria degli interventi per le aree depresse del territorio nazionale, garantendo la continuità di sviluppo dei territori meridionali”*, tanto è vero che la legge n. 488 del 1992 stabiliva il rispetto alle obbligazioni assunte dallo Stato in materia di incentivazioni alle attività produttive e piena utilizzazione delle risorse comunitarie, ma, nello stesso tempo, stabiliva di porre fine all’intervento straordinario e di delineare le caratteristiche del futuro intervento, la cui sfera territoriale di operatività, non più limitata al Mezzogiorno, veniva estesa alle *“aree economicamente depresse del territorio nazionale”*.

Inoltre, veniva delineata la nuova *governance*, attribuendo le funzioni di coordinamento, di programmazione e di vigilanza al Ministero del bilancio e della programmazione economica; i programmi di sviluppo venivano sottoposti all’approvazione del CIPE; venivano trasferite alcune partecipazioni della soppressa Agenzia al Ministero del Tesoro.

In attuazione delle deleghe rilasciate con la l. n. 488/1992, il governo, con il d. lgs. n. 96/1993, istituì un sistema di interventi ordinari nelle aree depresse del territorio nazionale (in accordo con una politica che non era più rivolta solo al Mezzogiorno). Il sistema si articolava in alcuni interventi come l’incentivazione delle attività produttive, della ricerca, la gestione delle acque e il rilancio dell’azione degli organi già compresi nella categoria di enti di promozione per lo sviluppo del Mezzogiorno (come, ad esempio, FORMEZ, FIME, INISUD, IASM).

I passi fondamentali che hanno consolidato l’intervento ordinario (legge n. 341/1995), sono principalmente tre: la decisione della Commissione Europea del 1° marzo 1995, la legge n. 104 del 1995 e l’intesa, tra il Governo italiano e la Commissione, del 26 luglio 1995.

In primo luogo, la decisione della Commissione Europea del 1° marzo 1995, relativa alle disposizioni in materia di riduzioni, nel Mezzogiorno, degli oneri sociali

a carico delle imprese e della fiscalizzazione, di alcuni di tali oneri, ha inciso profondamente sull'intero sistema delle politiche di intervento, imponendo dei vincoli all'azione del Governo Italiano. Essa ha consentito, infatti, di chiudere il contenzioso con l'Unione Europea, che si trascinava dal 1992, sul regime degli aiuti nazionali, incoerenti con le disposizioni comunitarie, e ha permesso l'immediato sbocco delle risorse comunitarie e, quindi, l'attivazione del Quadro Comunitario di Sostegno 1994-1999, relativamente al programma industria e servizi.

In secondo luogo, la legge 7 aprile 1995, n. 104, successivamente modificata ed integrata dalla legge n. 662 del 1996 segna una decisa accelerazione delle procedure per la cessazione dell'intervento straordinario e l'avvio dell'intervento ordinario.

In concreto, inquadra il personale della soppressa Agenzia nelle amministrazioni ordinarie dello Stato, garantendo, così, un'indispensabile continuità per l'azione, nelle aree sottosviluppate, delle amministrazioni stesse, divenute responsabili delle competenze pregresse dell'ex intervento straordinario; inoltre, vengono disposte norme finalizzate a velocizzare la spesa e a dipanare il contenzioso relativo all'intervento straordinario; ed infine si sistematizzano, a livello normativo, gli strumenti della "programmazione negoziata", che sono, rispettivamente, gli accordi, i contratti e le intese di programma. Accordi, contratti ed intese sono assoggettati all'approvazione del CIPE con la finalità di realizzare una gestione organica degli interventi strutturali, che preveda un coinvolgimento delle imprese private, vera novità rispetto al passato.

Infine, l'intesa del 26 luglio 1995 fra il Governo Italiano e la Commissione Europea, relativa all'adozione delle necessarie misure per accelerare l'utilizzo dei Fondi strutturali, di cui si darà contezza nel paragrafo successivo, da parte dell'Italia, si è resa necessaria, in seguito all'annoso problema dell'incapacità del nostro Paese di usufruire delle risorse europee. Molteplici sono le cause che hanno inciso su questo: l'incapacità di molte Regioni di "tessere" progetti

finanziabili, la mancanza di un organico programma quadro, di sviluppo del territorio delle Regioni, la lentezza delle Amministrazioni centrali e locali nell'approntare procedure e adeguare le loro strutture operative al maggior impegno, che è loro richiesto, dalla disciplina europea, la confusione insita nella transizione intervento straordinario/intervento ordinario, senza dimenticare, la complessità e le difficoltà dell'esecuzione degli investimenti pubblici in Italia.

Inoltre, teniamo presente la superficiale conoscenza, di quasi tutti gli operatori (comprese le imprese), degli strumenti europei, poca dimestichezza che, purtroppo, ha portato con sé, una scarsa attenzione e non ha fatto cogliere alle imprese quelle opportunità, che la Comunità europea poteva già allora offrire. Con questa intesa l'Italia si è impegnata, come richiestole dalla Commissione, a rafforzare le strutture amministrative centrali e regionali, alla valorizzazione delle risorse umane della Pubblica Amministrazione, allo snellimento delle procedure di esecuzione degli interventi cofinanziati, al monitoraggio e all'assistenza tecnica alle Amministrazioni locali, fondamentali affinché vi sia una corretta attuazione dei programmi dei fondi strutturali.

In seguito, la legge n. 341 del 1995 rappresenta la necessaria integrazione all'architettura normativa dell'intervento ordinario nelle aree depresse, delineata dalla legge n. 104 del 1995.

Poniamo l'accento, innanzitutto, su di un aspetto fondamentale che differenzia l'intervento ordinario, da quello straordinario: le azioni non riguardano più unicamente il Mezzogiorno, ma le aree depresse dell'intero territorio nazionale<sup>23</sup>. Con la legge n. 341 del 1995, indubbiamente, si è creato un regime organico ed integrato di incentivazione, coerente con la logica evolutivista, disciplinata a livello europeo.

---

<sup>23</sup>I punti qualificanti la legge in parola sono i seguenti: la definizione di un nuovo regime di aiuti automatici, per l'acquisto di macchinari e l'attivazione del Fondo per il consolidamento dei debiti pregressi delle piccole-medie imprese, del Mezzogiorno; gli interventi per opere infrastrutturali; l'individuazione di nuovi strumenti, volti a favorire la concentrazione, fra le Amministrazioni centrali e quelle locali, con il contributo delle parti sociali; la previsione di misure dirette a velocizzare la spesa per investimenti; gli interventi per agevolare la ripresa dell'occupazione e a sostegno del mercato del lavoro.

L'intervento ordinario si muove, essenzialmente, lungo tre direttrici: il potenziamento della dotazione infrastrutturale, incentivi alle imprese e, infine, misure specifiche, per flessibilizzare il mercato del lavoro e ridurre le condizioni di disoccupazione e sottoccupazione.

A prima vista, forti erano le potenzialità del nuovo approccio: si poteva infatti creare, un circolo virtuoso, mediante il quale l'efficacia di ciascuno strumento si poteva rafforzare mutuamente: la politica infrastrutturale gettava le basi per nuove possibilità di profittabilità, per l'investimento privato e aumentava la produttività del fattore lavoro; contestualmente, nuovi investimenti privati determinavano la crescita occupazionale e beneficiavano dell'operare delle misure specifiche di flessibilità del lavoro stesso; infine, l'occupazione, indotta dall'investimento diretto in infrastrutture, stimolava la nascita di nuova domanda aggregata e, perciò, nuova crescita.

Le disposizioni del nuovo intervento coinvolgevano altresì tutti i soggetti istituzionali, centrali e locali, nel pieno rispetto del principio della concertazione stabilito dall'Unione Europea.

Allo Stato compete il fondamentale ruolo di indirizzo, coordinamento ed impulso degli interventi, di verifica degli interventi per lo sviluppo economico e territoriale e settoriale e delle politiche di coesione, con particolare riferimento alle aree depresse, esercitando a tal fine le funzioni attribuite dalla legge in materia di strumenti di programmazione negoziata e di programmazione dell'utilizzo dei fondi strutturali comunitari. Tali competenze, sono state inizialmente attribuite al Ministro dell'Economia e delle Finanze ad opera del d.lgs. n. 300 del 1999, per poi essere di seguito trasferite al Ministro dello sviluppo economico dal D.L. n. 181 del 2006 e poi ancora al Presidente del Consiglio - o di Ministro *ad hoc* da lui delegato - dal D. L. n. 78 del 2010 avvalendosi del Dipartimento per lo Sviluppo e la Coesione Economica.

Alle Regioni è attribuito il compito di programmare gli interventi, mobilitando le risorse presenti sul territorio, per l'esecuzione, entro i termini e nei

modi prefissati dalla Commissione Europea, dei programmi operativi contenuti nel Quadro Comunitario di Sostegno.

Da un punto di vista teorico, lo “scacchiere” normativo creato sembra perfetto, minor perfezione si coglie, se andiamo a vedere quello che è stato fatto in pratica.

3. A seguito della cessazione dell'intervento straordinario per il Mezzogiorno, sancito come detto dalla l. n. 488 del 1982 e dal d.lgs n. 96 del 1993, che disposero il trasferimento alle Amministrazioni ordinarie delle competenze in cui quell'intervento si articolava – una valutazione dell'esperienza compiuta con quello che venne definito come il Sistema di interventi ordinari nelle aree depresse, induce ad affermare che essa ha confermato la validità della concezione che fu alla base della ideazione e della costruzione, a livello normativo, dell'intervento straordinario<sup>24</sup>.

Questa concezione si può sintetizzare nell'affermazione che un'azione dei pubblici poteri finalizzata allo sviluppo della macro-Regione Mezzogiorno ed alla coesione, può dare risultati concreti, in quanto può fare affidamento su un assetto istituzionale diversificato rispetto a quello ordinario e su un diverso modo di operare della Pubblica Amministrazione, ed in quanto può contare sulla disponibilità, certa e garantita nel tempo, di risorse preventivate.

È tuttavia, alla carenza di queste condizioni che, a ben vedere, devono essere attribuiti i limitati risultati dell'azione pubblica per il Mezzogiorno dall'istituzione dell'intervento straordinario. Più in particolare, l'assenza di piani di giustificazione dei programmi e di strumenti di controllo dell'incidenza degli interventi, nonché la scarsa integrazione delle misure statali e regionali con gli strumenti di coesione economica e sociale e l'assenza di coordinamento tra i diversi livelli amministrativi coinvolti, ha in buona parte vanificato gli sforzi

---

<sup>24</sup>Di questo avviso ANNESI, *I presupposti di un intervento specifico per lo sviluppo e la coesione nelle aree sottoutilizzate del Paese: considerazioni e proposte operative*, Intervento introduttivo alla presentazione del *Rapporto SVIMEZ 2004 sull'economia del Mezzogiorno*, tenutasi a Roma il 15 luglio 2004, e pubblicato in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 2-3, 2004, p. 468.



compiuti. La dottrina ha sottolineato la costituzione di un *corpo separato*<sup>25</sup>, rispetto al quale l'obiettivo di coerenza del sistema è stato affidato alla sola azione del governo.

Ed anche sotto il profilo procedurale, l'intervento ordinario non ha più previsto alcuna diversificazione rispetto alla disciplina dei procedimenti amministrativi tradizionali. Tanto è vero che il vero nodo di tali politiche non consisteva tanto nella carenza di risorse ma "*nella complessità delle procedure, dei vincoli, nei ritardi che ai diversi livelli hanno ostacolato il sollecitato avvio degli interventi. Sono mancate, di fatto, sia nelle amministrazioni centrali sia in quelle regionali, strutture adeguate per la progettazione degli interventi; sono mancate l'assistenza tecnico-amministrativa ed il monitoraggio sull'avanzamento finanziario e fisico delle infrastrutture*".<sup>26</sup>

Ciò è accaduto nonostante il permanere del problema dello sviluppo meridionale, nelle sue varie manifestazioni, e nonostante esso sia stato costantemente oggetto di considerazione nei programmi governativi ed abbia ottenuti molteplici riconoscimenti a livello normativo.

Numerose infatti sono state le disposizioni di legge che si sono succedute fino alla fine degli anni'90 in materia di incentivazioni per le nuove iniziative produttive da realizzare nei territori meridionali: dai contributi a fondo perduto, al credito di imposta ed alle varieguate misure in materia di programmazione negoziata (dai contratti d'area ai patti territoriali)<sup>27</sup>. Numerose altresì, le disposizioni di legge che si son date carico di riservare un trattamento

---

<sup>25</sup>Così ANNESI, *Valutazioni conclusive*, in ANNESI - PIAZZA (a cura di), *Gli interventi nelle aree depresse del territorio nazionale*, Bologna, 1996, p. 140.

<sup>26</sup>Così CIAMPI, *Audizione alla Commissione Bilancio della Camera dei deputati*, Roma, 1996.

<sup>27</sup>Sugli strumenti della programmazione negoziata, finalizzati alla crescita economica dei sistemi locali, si vedano gli studi di D'AURIA, *Interventi per l'occupazione e programmazione negoziata*, in *Rivista giuridica del lavoro e della previdenza sociale*, n. 1, 1998, p. 83; ESPOSITO, *Amministrazione per accordi e programmazione negoziata*, Napoli, 1999; ZERBONI, *Patti territoriali e contratti d'area. Gli strumenti della programmazione negoziata per lo sviluppo locale*, Milano, 1999; COCOZZA, *La programmazione negoziata e il nuovo impulso al regionalismo economico*, in *Le Istituzioni del Federalismo, Regioni e governo locale*, n. 2, 1999, p. 259.

preferenziale nella erogazione della spesa pubblica, agli interventi nelle Regioni meridionali.

Questa consapevolezza – manifestata tanto in programmi governativi quanto in interventi legislativi – della esigenza di una costante azione dei pubblici poteri in funzione dello sviluppo delle Regioni meridionali non si è peraltro tradotta, se non in misura assai modesta, in termini di diminuzione del divario tra le più avanzate Regioni del Centro-Nord ed il Mezzogiorno<sup>28</sup>.

Tuttavia, nonostante le intenzioni dei governi che si sono succeduti nel tempo, e nonostante le diverse fasi di programmazione, il sistema di interventi ordinari che si intese sostituire al sistema di intervento straordinario, si è rivelato del tutto inadeguato per far fronte al problema dello sviluppo meridionale e della coesione nazionale. Troppo forte è stato, in particolare, il divario che si è registrato tra enunciazioni programmatiche e realtà attuative.

Tale divario va essenzialmente ricondotto all'assenza, a livello istituzionale, di meccanismi di garanzia e di controllo sulla effettiva disponibilità delle risorse destinate alla attuazione degli interventi dei pubblici poteri previsti a livello programmatico, o comunque coerenti con gli indirizzi esplicitati dalla normativa.

Nonostante ciò, rispetto alla precedente azione pubblica, l'intervento ordinario per il Mezzogiorno è stato inserito in un quadro di complesse relazioni, destinato a creare una qualche sinergia tra misure nazionali e comunitarie.

Eliminata la concezione di "automaticità" tra la sussistenza dei requisiti soggettivi e la concessione dei benefici, il nuovo sistema si basa su criteri di valutazione degli investimenti che tendono a privilegiare le iniziative con il maggiore incremento dell'occupazione e della ricchezza prodotta a fronte di un minore apporto di risorse pubbliche.

L'aumento delle verifiche sugli aiuti erogati alle imprese e dei poteri di indirizzo e vigilanza della Commissione europea in materia di concorrenza e la maggiore specializzazione degli strumenti di coesione economica e sociale (che

---

<sup>28</sup>In questo senso, si veda ANNESI, *La politica di sviluppo tra ordinamento federale dello Stato e azione speciale dei pubblici poteri*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 2003, pp. 632 ss.

tendono sempre più ad orientarsi verso logiche di efficienza nella promozione degli interventi) hanno, tra l'altro, determinato lo spostamento del potere di controllo dei sussidi dalle Autorità nazionali alle istituzioni della Unione europea procedendo quindi ad uno spostamento a livello sovranazionale delle politiche per lo sviluppo.

Da ciò si deduce che la legittimità degli interventi nazionali e regionali deve essere vagliata alla luce dei programmi che l'Unione europea definisce insieme ai governi nazionali.

La politica di coesione economica e sociale, di cui diremo a breve, impone, così, il ripensamento delle strutture e dei procedimenti dell'amministrazione per lo sviluppo. Il nuovo assetto di poteri limita inoltre la sovranità nazionale e solleva alcune questioni riguardo il futuro dell'intervento statale nell'economia<sup>29</sup>. Se da un lato i Paesi dell'Unione europea non possono più usare liberamente la leva degli aiuti di Stato per incentivare la crescita delle aree in ritardo, dall'altro, la progressiva diminuzione dei fondi a disposizione del Mezzogiorno italiano, anche a causa dell'allargamento dell'Unione europea, accresce le preoccupazioni sull'esito delle politiche di sostegno.

Sebbene l'influenza dell'Unione europea possa contribuire a ridurre la frammentazione degli interventi di aiuto al sistema produttivo, è necessario, tuttavia, evidenziare il pericolo di un frazionamento che il sistema di amministrazione per lo sviluppo può incontrare a causa del decentramento burocratico e di una riorganizzazione in senso federalista dello Stato (anche se in Italia il federalismo è ancora ben lungi dall'essere realizzato).

Comunque, al di là dei profili di integrazione tra politiche per lo sviluppo, al fine di aumentare l'efficienza degli interventi di ausilio per il Sud, sarà necessario volgere uno sguardo al futuro ruolo che l'Unione europea sarà chiamata a svolgere negli interventi per le aree svantaggiate. La creazione di un mercato

---

<sup>29</sup>Su questi aspetti si veda lo studio di MONTANI - VELO, *Il governo dell'economia in Europa e in Italia*, Milano, 2000.

comune e l'incremento dei poteri nel settore dell'economia hanno reso evidente l'"impatto" delle misure europee sull'amministrazione per lo sviluppo<sup>30</sup>.

La politica di coesione e le disposizioni sugli aiuti di Stato rappresentano la cornice di riferimento per i legislatori nazionali ed emerge, pertanto, la necessità di individuare nuovi strumenti che possano integrare (o sostituire) le risorse europee. Tuttavia, le nuove riforme dei Fondi strutturali e l'allargamento progressivo dell'Unione europea rendono più incerto il futuro della politica di promozione di un'area depressa come il nostro Mezzogiorno.

4. A fronte di quanto su esposto, occorre ora volgere il nostro sguardo alla più volte richiamata politica di coesione economica e sociale ed agli strumenti per la sua attuazione in favore dei territori svantaggiati da parte dell'Unione europea, questo al fine di operare una analisi circa l'utilizzo di questi strumenti da parte delle nostre Regioni del Mezzogiorno.

Dunque, l'evoluzione e la sempre maggiore complessità dell'ordinamento europeo e del sistema di integrazione sovranazionale dell'Unione europea, hanno prodotto, come è noto, effetti significativi sui processi di elaborazione e governo delle politiche europee.

Ciò appare tanto più importante in quanto si assiste oggi, con crescente intensità, a fenomeni di "territorializzazione"<sup>31</sup> delle politiche europee, accompagnati tra l'altro da progressivi e diffusi processi di decentramento istituzionale ed amministrativo tuttora in corso all'interno di un considerevole numero di Stati membri.

Appare interessante, così, verificare come tali fenomeni abbiano determinato riflessi degni di qualche nota specialmente sul piano della definizione ed organizzazione interna delle politiche europee regionali ovvero degli interventi di amministrazione per lo sviluppo dell'Unione europea. In questo contesto,

---

<sup>30</sup>Si veda in questo senso MANZELLA, *Il vincolo europeo sul governo dell'economia*, in *Studi in onore di F. Piga*, Milano, 1992, pp. 1491 ss.

<sup>31</sup>Cfr. DI STEFANO, *Coesione e diritto nell'Unione Europea. La nuova disciplina dei Fondi strutturali comunitari nel Regolamento 1083/2006*, Catania, 2008, p. 13.

quest'ultima, peculiare, espressione, già in altre occasioni di questo studio richiamata, si riferisce, essenzialmente, al sistema della politica di coesione economica e sociale, come definito dalla disciplina europea, nonché dalla stessa esperienza di gestione dei relativi strumenti finanziari maturata nel corso di cicli pluriennali di programmazione.

L'intervento dei Fondi strutturali europei, riconducibile, com'è noto, all'espressa previsione normativa di cui all'art. 159 del Trattato istitutivo della Comunità Europea<sup>32</sup>, costituisce il principale strumento di realizzazione dell'obiettivo della "coesione economica e sociale"<sup>33</sup>, quale consacrato al livello dei principi dalle formulazioni programmatiche degli articoli 2 e 3 del Trattato medesimo e specificato dalla disposizione d'apertura (art. 158) del Titolo XVII, ove è stabilito che *"per promuovere uno sviluppo armonioso dell'insieme della Comunità, questa sviluppa e prosegue la propria azione intesa a realizzare il rafforzamento della sua coesione economica e sociale. In particolare la Comunità mira a ridurre il divario tra i livelli di sviluppo delle varie regioni ed il ritardo delle regioni meno favorite o insulari, comprese le zone rurali"*.

Il rafforzamento della politica di coesione economica e sociale viene attuato mediante l'evoluzione delle modifiche dei Trattati, a partire dall'Atto Unico Europeo del 1986, che sancì effettivamente la nascita di una vera e propria

---

<sup>32</sup>Trattato che istituisce la Comunità economica europea, firmato a Roma il, 25 marzo 1957 ed entrato in vigore il 1° gennaio del 1957.

<sup>33</sup>Sulla natura e i contenuti del principio della "coesione economica e sociale", come codificato nel Trattato e interpretato nelle fonti normative derivate e nella giurisprudenza comunitaria, esiste una copiosa dottrina qui solo sinteticamente richiamata. In generale, sulla politica comunitaria di coesione economica e sociale si vedano, tra i contributi più significativi nella dottrina italiana, SAPIENZA, *La politica comunitaria di coesione economica e sociale*, Bologna, 2000; MALATESTA, *Articoli 158-162 (Titolo XVII, Coesione economica e sociale)*, in POCAR (a cura di), *Commentario breve ai Trattati della Comunità e dell'Unione Europea*, Padova, 2001, pp. 640 ss. e sugli sviluppi successivi CLARONI, *Le politiche di coesione*, in CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, Milano, 2003, pp. 3793 ss.; CARUSO, *Coesione economica e sociale*, in TIZZANO (a cura di), *Trattati dell'Unione europea e della Comunità europea*, Milano, 2004, pp. 844 ss.

politica di coesione, sino al Trattato dell'Unione Europea del 2009<sup>34</sup>, introducendo la dimensione territoriale della politica di coesione.

I Fondi europei a finalità strutturali sono stati disciplinati per la prima volta in modo organico e comparabile al modello attuale dai Regolamenti (CEE) n. 2052/1988 e n. 4253/1988, e successivamente modificati dai Regolamenti (CEE) n. 2081 e n. 2082 del 1993. È intervenuto quindi nel 1999 il Regolamento (CE) del Consiglio n. 1260 a fondare una ulteriore riforma della materia per il periodo di programmazione 2000-2006. In seguito, è intervenuto il Regolamento (CE) n. 1083 del 2006, ha profondamente rinnovato strategie e strumenti di gestione della programmazione degli interventi, nel tentativo di realizzare una maggiore efficacia e tempestività delle azioni di sostegno. Da ultimo, è intervenuto il Regolamento (UE) n. 1303 del 2013.

Sul piano normativo ricorre dunque, ed è questo un primo dato da segnalare, un avvicinarsi periodico di aggiornamenti della disciplina in questione, fenomeno ricorrente già a partire dagli anni '70, specie in concomitanza dell'adesione di nuovi Stati alla Comunità e di contestuali revisioni dei Trattati istitutivi. Il legislatore comunitario procede così di volta in volta, in sede di redazione dei regolamenti di disciplina dei Fondi, a formulare costanti riedizioni del quadro di riferimento normativo a scadenze prefissate e corrispondenti al rinnovo dei diversi cicli di programmazione.

L'analisi, senza pretese di esaustività, tenta di offrire una veloce rassegna della evoluzione giuridico-normativa che ha condotto alla maturazione di una politica comunitaria di coesione economica e sociale come sistema integrato di competenze nel quale il momento europeo, quello nazionale e quello subnazionale coesistono secondo peculiari logiche che possono correttamente identificarsi come un modello che si regge proprio su questa integrazione.

L'attuale assetto dei Fondi strutturali comunitari è il risultato di una

---

<sup>34</sup>Trattato di Lisbona che modifica il Trattato sull'Unione europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea, firmato a Lisbona il 13 dicembre 2007, ed entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

articolata evoluzione che ha tutte le caratteristiche di un *work in progress*. In questa evoluzione possono sostanzialmente distinguersi due momenti: quello della definizione e dell'affinamento dello strumento cardine dell'intervento e cioè il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR) e quello dell'affermarsi della strategia di coordinamento dell'azione di questo Fondo con il Fondo Sociale Europeo (FSE) e con il Fondo Europeo di Orientamento e Garanzia Agricola (FEOGA), questi due ultimi entrambi previsti dal Trattato istitutivo della Comunità<sup>35</sup>.

Il Trattato, tuttavia, non contempla originariamente una strategia di riequilibrio territoriale poiché le premesse dalle quali muove non ammettono alcun intervento di riequilibrio, sul presupposto che il libero gioco delle forze del mercato porterebbe i fattori della produzione ad incontrarsi naturalmente, senza bisogno di alcun sostegno.

Il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale è istituito con il Regolamento (CEE) n. 724 del 1975 al fine di *“correggere i principali squilibri regionali della Comunità, in particolare quelli risultanti dalla prevalenza delle attività agricole, dalle trasformazioni industriali e da una sottoccupazione strutturale”*<sup>36</sup>. Esso opera essenzialmente attraverso contributi a fondo perduto agli investimenti, tanto in favore delle attività produttive quanto per la realizzazione di infrastrutture pubbliche, purché connesse alle attività produttive<sup>37</sup>.

Se è vero che già a partire da questo Regolamento sono state create le condizioni minime di un sistema di integrazione tra gli interventi nazionali e quelli comunitari, occorre tuttavia riconoscere come questi ultimi si limitino ancora ad un ruolo di coordinamento e integrazione delle strategie nazionali.

Già in questa fase evolutiva, in realtà, il momento nazionale viene tenuto in

---

<sup>35</sup>Si vedano in particolare gli artt. 37, 146-148 del Trattato istitutivo della Comunità Europea. Distingue invece più analiticamente quattro fasi di questa evoluzione R. SAPIENZA, *La politica comunitaria di coesione, op.ult. cit.*, pp. 27 ss.

<sup>36</sup>Art. 1 del Regolamento.

<sup>37</sup>Si veda in questo senso AGOSTINI, *Regioni europee e scambio ineguale. Verso una politica regionale comunitaria?*, Bologna, 1976, pp. 110 ss.

adeguata considerazione, anzi lo stesso intervento comunitario si aggiunge al primo. Il meccanismo di sostegno regionale comunitario è in effetti governato pressoché interamente dalle scelte degli Stati membri ai quali compete l'individuazione delle aree da qualificare come destinatarie dei finanziamenti e che beneficiano di quote prefissate di finanziamenti. Le attività produttive devono essere già ammesse a godere di regimi nazionali di aiuti a finalità regionale e lo stesso intervento comunitario può assumere carattere aggiuntivo al finanziamento nazionale o di mero rimborso di esso.

Pur apparendo il sistema fortemente condizionato dalle scelte degli Stati membri, alla Commissione europea resta tuttavia il compito di decidere sui contributi da concedere sulla base delle richieste statali relative ad investimenti inclusi nel programma di sviluppo regionale, preventivamente formulato dallo Stato membro. Parametri della valutazione sono la coerenza dell'intervento proposto con il programma e la considerazione di eventuali altri contributi concessi da altre istituzioni comunitarie o dalla Banca Europea degli Investimenti. I primi tentativi della Commissione di riorganizzazione della strategia di intervento nella direzione di una programmazione globale in sede comunitaria costituiscono in qualche misura il motivo conduttore delle successive iniziative di riforma del sistema dei Fondi Strutturali.

L'azione dei Fondi comunitari a finalità strutturali è tuttavia disciplinata in modo organico per la prima volta e con riferimento a successivi cicli pluriennali di intervento dai Regolamenti (CEE) n. 2052/1988 e n. 4253/1988, successivamente modificati dai Regolamenti (CEE) n. 2081 e n. 2082 del 1993. La riforma del 1988<sup>38</sup> avvia una profonda revisione della strategia di intervento dei Fondi strutturali decisamente ispirata alla filosofia del coordinamento sia tra l'azione dei singoli fondi e sia tra quest'ultima e le politiche nazionali.

Con l'avvio del successivo ciclo di programmazione, il Regolamento n.

---

<sup>38</sup>Su queste tematiche si veda lo studio di CAGLI, *Fondi strutturali CEE*, in Camera dei deputati, *Dizionario del Mezzogiorno. Organi, istituti e procedure dell'intervento straordinario, della normativa nazionale e comunitaria*, 1992, pp. 253 ss.



2081/93 (art. 1), definisce chiaramente gli ambiti dell'azione dei Fondi comunitari a finalità strutturale attraverso l'individuazione di cinque obiettivi prioritari per ciascuno dei quali vengono indicati i Fondi responsabili (art. 2 del medesimo Regolamento)<sup>39</sup>. Ne risulta un evidente rafforzamento, nell'assetto complessivo dell'azione degli strumenti di coesione, della prospettiva comunitaria, che si riflette poi nella stessa fase della concreta programmazione degli interventi.

Il successivo appuntamento di revisione normativa degli strumenti della coesione economica e sociale è quello del 1999<sup>40</sup>.

Il Regolamento generale n. 1260/1999, di disciplina degli strumenti comunitari di riequilibrio territoriale ribadisce in apertura che *"i principi fondamentali della riforma dei Fondi strutturali del 1988 devono continuare a indirizzare le attività dei Fondi fino al 2006; che l'esperienza ha mostrato la necessità di apportarvi miglioramenti al fine di accrescerne semplicità e trasparenza, e che, in particolare, la ricerca di efficacia deve essere considerata un principio fondamentale"*<sup>41</sup>. Come appare evidente, la novellata regolamentazione intende dunque in primo luogo confermare le regole europee della coesione economica e sociale, limitandosi semplicemente a chiarire e specificare contenuti e regimi giuridici dei fondamentali principi ispiratori di un assetto di competenze ormai consolidato.

Va qui segnalato come all'interno della disciplina del Regolamento in parola si rinvengono, in modo puntuale, una serie di riferimenti ai principi generali della politica comunitaria di coesione economica e sociale. Tali principi sembrano

---

<sup>39</sup>Dopo l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona la procedura legislativa in materia di Fondi strutturali è stata notevolmente modificata. Il Parlamento europeo e il Consiglio deliberano infatti adottando regolamenti con portata generale e settoriale secondo la procedura ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale e del Comitato delle Regioni.

<sup>40</sup>Per una analisi dell'evoluzione delle politiche economiche di impatto regionale tra modello sovranazionale e strategie nazionali, cfr. in particolare VIESTI - PROTA, *Le politiche regionali dell'Unione europea*, Bologna, 2004.

<sup>41</sup>Sulle richiamate riforme della disciplina generale dei Fondi, si veda DI STEFANO, *L'amministrazione della coesione economica sociale e territoriale tra legitimacy e legal accountability: il ruolo del partenariato territoriale*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 3, 2014, pp. 417 ss.

proposti, di volta in volta, quali canoni ispiratori, mirati ad orientare contenuti e forme dei diversi moduli di intervento, ovvero come formule organizzatorie o di struttura del sistema procedimentale delineato dalla normativa *de qua*.

Gli strumenti attuativi della programmazione sono non a caso identificati dal Regolamento n. 1260 con specifico riferimento a discipline qualificate di volta in volta dall'appartenenza ad un dato ordinamento e dal riferimento ad uno o più soggetti titolari delle relative competenze, sia pure entro logiche ispirate al metodo della gestione congiunta ed al coordinamento dei programmi.

Si richiamano qui, a titolo esemplificativo, brevemente la disciplina degli atti tipici del processo di programmazione come variamente articolati e qualificati nei distinti momenti dell'organizzazione, della decisione e del finanziamento degli interventi strutturali (cfr. art. 9, comma primo, lett. a, Regolamento n. 1260/1999).

Tale programmazione, sopra identificata come fase preliminare o ascendente di un più articolato percorso procedurale, è integrata infatti dalla predisposizione concertata (tra autorità statali e comunitarie) di due fondamentali atti, il Piano di Sviluppo e il Quadro Comunitario di Sostegno.

L'esigenza di un ripensamento critico degli assetti consolidati della programmazione comunitaria della coesione territoriale matura già in sede di prima sperimentazione del Regolamento generale del 1999, con l'avvio del ciclo pluriennale 2000-2006. L'impianto formale della coesione economica e sociale si presta così ad essere rimodellato in rapporto ed alla luce delle trascorse esperienze di intervento, al fine di rilanciare l'agenda politica dello sviluppo regionale attraverso modelli e strategie coerenti ai canoni di trasparenza, semplificazione, proporzionalità. Il Terzo Rapporto sulla coesione economica e sociale, del 18 febbraio 2004, sintetizza efficacemente i risultati più significativi del dibattito sulla riforma alla luce delle più rilevanti questioni problematiche emerse dallo studio delle programmazioni correnti, formulando opportune proposte per gli esercizi futuri.

Il negoziato sulle prospettive di riforma della politica di coesione dell'Unione si definisce e sviluppa per tappe successive, alla luce degli orientamenti generali della Commissione ed attraverso il prezioso contributo di interventi, studi e ricerche sulle questioni salienti del dibattito, ricevuti da istituzioni comunitarie, Stati membri, enti regionali e locali, organismi di ricerca, attori economici e sociali. Tra gli obiettivi prioritari degli interventi di riequilibrio territoriale si richiamano costantemente quelli dello sviluppo di reti infrastrutturali e di migliori prassi amministrative in sede locale, della cooperazione interregionale e transnazionale, della valorizzazione delle regioni insulari e ultra-periferiche, della coerenza con altre politiche europee ad impatto territoriale e con le strategie di sviluppo fissate a Lisbona, Göteborg e Siviglia.

Con l'adozione del Regolamento (CE) del Consiglio n. 1083/2006 dell'11 luglio 2006, recante disposizioni generali sul Fondo europeo di sviluppo regionale, sul Fondo sociale europeo e sul Fondo di coesione e che abroga il Regolamento (CE) n. 1260/1999, l'Unione europea ha dunque ridefinito i parametri per la gestione e l'intervento dei Fondi strutturali per il periodo di programmazione 2007-2013, aggiornando le strategie della politica comunitaria di coesione economica e sociale, come individuata in termini generali dal Titolo XVII del Trattato CE.

Ad una analisi del testo in esame emerge con immediatezza il tentativo di migliorare, in linea di continuità con il passato, gli standard di efficacia e gli esiti complessivi di una politica che sempre più aspira a proporsi come sistema originale di amministrazione dello sviluppo regionale in Europa.

La riforma si caratterizza e concentra non a caso su un numero limitato di priorità su temi e questioni cruciali come occupazione, produttività, innovazione tecnologica, economia e società della conoscenza, ambiente e servizi di interesse economico generale. Il pacchetto normativo sulla regolamentazione dei Fondi strutturali, insieme all'accordo sulle prospettive finanziarie 2007-2013 dell'Unione, propone dunque un modello semplificato e coerente di disciplina della coesione

economica e sociale comunitaria, individuando tre obiettivi prioritari ed altrettanti strumenti finanziari (FESR, FSE, Fondo di coesione) entro un quadro istituzionale ordinato su più livelli a canoni di trasparenza, sussidiarietà e concertazione.

Il Regolamento (Ue) n. 1303/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013 conferma tale approccio e consacra espressamente il metodo del partenariato come strumento operativo generale di una *governance* che opera su più livelli riguardo le azioni integrate nella programmazione 2014-2020<sup>42</sup>.

La disciplina della programmazione e gestione amministrativa e finanziaria dei Fondi strutturali e di investimento europei propone, in un testo corposo, un impianto regolativo semplificato e meglio coordinato rispetto al precedente quadro normativo generale relativo al periodo 2007- 2013: alcune interessanti innovazioni sono introdotte rispetto al passato, pur in sostanziale continuità con l'assetto previgente. L'architettura normativa del nuovo Regolamento di organizzazione dei Fondi include così un insieme di previsioni di base sui Fondi del c.d. Quadro strategico comune, accompagnato dalla riedizione dei regolamenti applicativi (di dettaglio) sul Fondo sociale europeo, sul Fondo europeo di sviluppo regionale e sul Fondo di coesione, che modificano e sostituiscono i corrispondenti atti normativi previgenti; segue ancora l'aggiornamento della disciplina contenuta nel Regolamento n. 1082/2006 sul Gruppo europeo di cooperazione territoriale.

In estrema sintesi, la programmazione del nuovo ciclo pluriennale di interventi prende avvio dalla definizione, nel Quadro Strategico Comune, di una strategia complessiva per l'azione dei Fondi e procede poi attraverso la modulazione di tale strategia nei singoli contesti nazionali nella forma di un accordo di partenariato negoziato tra la Commissione e gli Stati membri al fine di definire contenuti e priorità di un intervento coordinato dei Fondi.

---

<sup>42</sup>Sul punto DI STEFANO, *La politica comunitaria di coesione economica, sociale e territoriale Profili problematici di una Multilevel Governance*, in *Rivista economica del Mezzogiorno*, n. 3, 2008, pp. 749 ss.

5. Sull'analisi della disciplina di coesione economica e sociale relativa ai Fondi strutturali, non può non innestarsi la fase attuativa di detta regolamentazione all'interno delle programmazioni nazionali e specialmente nel Meridione. Dunque si compie nuovamente un passo all'interno della nostra realtà nazionale, per verificare come, a seguito della fine dell'intervento straordinario e dell'avvio (stentato) dell'intervento ordinario, la politica di coesione acquisti rilevanza, ed incida in modo significativo negli ordinamenti degli Stati membri, ed in particolare nel nostro Paese.

Alla fine degli anni '90, a seguito dell'avvio dell'intervento ordinario più volte richiamato, si aprì una nuova fase dell'esperienza dell'intervento pubblico per lo sviluppo del Mezzogiorno con la previsione del Ministro del Tesoro<sup>43</sup> di una cd. nuova programmazione per la crescita economica delle aree meridionali<sup>44</sup>.

L'obiettivo era quello di indirizzare le risorse disponibili (nazionali ed europee) all'interno di un'unica programmazione per utilizzare al massimo i finanziamenti comunitari e nazionali, ed anche quello di fissare le linee di una nuova strategia pubblica per lo sviluppo delle aree depresse del Paese.

Le direttrici principali di questo nuovo intervento pubblico diretto a risolvere lo squilibrio regionale, si basava innanzitutto sulla logica fondante di costruire una programmazione pluriennale, monitorata e valutata, e prevedeva poi la collaborazione fra diversi livelli istituzionali e fra organismi dello stesso livello nell'elaborazione e nella gestione degli interventi. Infatti, sotto quest'ultimo aspetto, l'azione nazionale aveva l'obiettivo di integrarsi totalmente con le politiche comunitarie, con una collaborazione tra governo nazionale, regioni, enti locali e fra pubblico e privato.

L'intento era quello di promuovere una maggiore integrazione dell'intervento pubblico ed una maggiore predisposizione all'azione collettiva.

---

<sup>43</sup>Ministero del Tesoro, Dipartimento per le politiche di sviluppo e di coesione, *Cento idee per lo sviluppo*, Roma, 1998.

<sup>44</sup>In relazione alla nuova fase dell'azione pubblica a favore del Sud si veda GIANNOLA, *Le politiche per il rilancio dello sviluppo del Mezzogiorno*, Bologna, 2000.

Sono stati predisposti, dunque, strumenti istituzionali finalizzati alla programmazione comune ed alla comune gestione di risorse pubbliche (Quadri comunitari di Sostegno, Intese di programma Stato-Regione, Accordi di programma Quadro, Patti territoriali).

La nuova programmazione<sup>45</sup> trova una prima concreta formulazione nel Programma di sviluppo del Mezzogiorno e nel Quadro Comunitario di sostegno, che stabilisce principi, regole, obiettivi e allocazione di risorse dei Fondi Strutturali Europei, per gli anni 2000-2006, che vengono redatti fra il 1998 ed il 1999. A ben vedere, dunque, la nuova programmazione rappresenta un disegno complesso ed ambizioso, che pretende di modificare i comportamenti degli attori pubblici rilevanti ed innescare, attraverso le sue realizzazioni, un clima di fiducia nelle Regioni del Sud.

Nonostante la previsione dettagliata, i risultati della programmazione sono risultati scarsi ed inefficaci o comunque al di sotto delle previsioni approntate: l'area del Mezzogiorno risente inefficienza delle Amministrazioni pubbliche che operano nel territorio; ma risente anche del contesto ambientale meno favorevole (minore produttività delle imprese, minore stimolo all'apprendimento per gli studenti in virtù del background familiare, etc.<sup>46</sup>).

In aggiunta, nonostante la crisi abbia arrestato la crescita in tutte le aree del Paese, nel Mezzogiorno questo stop risulta aggravato anche dalla lentezza di spesa portata avanti dalle Amministrazioni locali.

Proprio per tale incapacità è come se l'azione propulsiva derivante dall'intervento sovranazionale fosse annullata.

---

<sup>45</sup>Una attenta analisi della nuova programmazione è ad opera di F. PROTA - VIESTI, *Senza Cassa. Le politiche di sviluppo del Mezzogiorno dopo l'intervento straordinario*, Bologna, 2012, pp. 59 ss.

<sup>46</sup>Si veda l'analisi di CANNARI - MAGANI - PELLEGRINI, *Quali politiche per il Mezzogiorno?*, in Banca d'Italia, *Il Mezzogiorno e la politica economica dell'Italia*, giugno 2010.

La situazione, come già sottolineato, viene acuita dalla crisi economica generale, ma nel caso specifico, si parla di un *“Mezzogiorno in crisi nella crisi”*<sup>47</sup> ovvero si sottolinea l'effetto asimmetrico che la crisi ha avuto sui territori depressi rispetto a quelli più avanzati, determinando l'incremento dei divari sotto l'aspetto socio economico a vantaggio dei secondi.

I risentimenti della crisi non si limitano ad influenzare l'aspetto appena delineato, ma ne accentuano un altro, che ha concorso ai limitati esiti della programmazione in esame: la scarsità di risorse nazionali investite.

L'aspetto preoccupante è la parvenza di ritorno alla dicotomia tra l'intervento ordinario e straordinario<sup>48</sup>: i livelli di spesa ordinari sono diminuiti, operando solo attraverso quelli europei; ciò ha finito con lo snaturare l'intervento dei Fondi strutturali che dovrebbe essere addizionale mentre invece sta sempre di più diventando un intervento di tipo sostitutivo.

In seguito, il successivo ciclo di programmazione delle politiche di sviluppo territoriale per il 2007-2013 è basato su un Quadro Strategico Nazionale, caratterizzato dall'unificazione della programmazione, per l'intero periodo, tra strumenti e fonti finanziarie nazionali (il Fondo per le aree sottoutilizzate - FAS) ed europee (i Fondi strutturali). La particolarità, e la differenza rispetto alla programmazione precedente, sta nelle regole di ammissibilità di spesa: non sono più stabilite a livello comunitario ma nazionale.

Ciò ha fatto sì che si sia proceduto all'unione tra la politica di coesione comunitaria con la politica regionale nazionale per cui gli obiettivi, le priorità e le regole sono stabilite in modo unitario. Nonostante questo però i risultati conseguiti ad opera di questo intervento di programmazione non sono stati

---

<sup>47</sup>Cfr. PADOVANI - BIANCHI, *Il difficile percorso dell'economia meridionale negli anni 2000 e le condizioni per il rilancio della politica di sviluppo*, in *Rivista Economica del Mezzogiorno*, n. 4, 2009, pp. 739 ss.

<sup>48</sup>Cfr. MONARCA - PALMISANO, *La valutazione del Quadro Comunitario di Sostegno 2000-2006*, in *L'Industria*, n. 4, 2010, pp. 627 ss.

migliori rispetto al ciclo precedente: troppo pochi sono stati i finanziamenti realizzati rispetto a quelli effettivamente disponibili.

Anche questa volta, esauritosi il ciclo 2007-2013, e mentre si è nel vivo dell'attuazione della nuova programmazione 2014-2020, occorre operare una valutazione, in ordine all'efficacia generale delle politiche di coesione sui territori in ritardo di sviluppo ed all'impiego delle risorse finanziarie europee per rilanciare le aree depresse del nostro Paese, oltre che in relazione alla capacità di utilizzare correttamente le risorse per realizzare opere realmente strategiche e di natura strutturale, foriere di effettivi benefici per i territori in cui sono inserite.

Come in passato, si è rilevato che le risorse europee previste attraverso i Fondi strutturali avrebbero potuto portare maggiori risultati in termini di sviluppo economico e, nel contempo, si è evidenziato che troppo pochi sono stati i finanziamenti impiegati rispetto a quelli teoricamente disponibili.

Le valutazioni critiche trovano, di regola, una ulteriore convergenza in un concetto oramai sentenziato: per il Mezzogiorno anche il ciclo 2007-2013 rappresenta l'ennesima occasione perduta<sup>49</sup>, in continuità con i precedenti cicli di programmazione. Ed effettivamente, esaminando i risultati delle passate programmazioni, si rileva che i risultati raggiunti sono stati insoddisfacenti. Ciò da due punti di vista: le risorse europee destinate potevano essere maggiormente utilizzate e gli investimenti effettuati non hanno avuto un impatto considerevole sul territorio.

Va considerato che, per troppo tempo ed in numerose occasioni, si è perseguita una logica sterile nelle scelte politico-amministrative (territoriali) finalizzate alla realizzazione delle opere finanziate con i Fondi europei.

Infatti, la logica a cui, troppo spesso, si è fatto riferimento è quella della spesa fine a sé stessa, prescindendo, completamente, dalla necessità di realizzare

---

<sup>49</sup>Nel documento della SVIMEZ, *Rapporto Svimez 2013 sull'Economia del Mezzogiorno, Introduzione e sintesi*, Roma 17 ottobre 2013, p. 36, si evidenzia che nell'ultimo decennio vi è stata "la deriva verso un numero elevato di progetti non strategici, poco efficaci rispetto agli obiettivi, di semplice realizzazione e (illusoriamente) di rapida spesa".



opere capaci di contribuire allo sviluppo effettivo e strutturale di una determinata area.

La risultante di un siffatto impiego delle risorse europee è data dal fatto che i Fondi strutturali europei, così come disegnati dal legislatore europeo, non sono serviti per rilanciare strutturalmente la stagnante condizione economica meridionale<sup>50</sup>.

Si è registrato nel tempo una netta sproporzione fra l'impegno (talvolta anche considerevole) di energie finanziarie di derivazione europea e la limitatezza degli obiettivi raggiunti. Uno degli elementi che emerge è quello della scarsa utilità strategica e strutturale delle iniziative realizzate. Tale elemento si lega, inoltre, alla limitata qualità degli interventi ed alla contenuta ricaduta positiva sulle aree territoriali e sulle comunità interessate.

**Claudia Golino**

*Professore associato di diritto dell'economia  
nell'Università di Bologna*

---

<sup>50</sup>Si veda SBRESCIA, *Fondi strutturali ed attuazione delle politiche di coesione: l'azione amministrativa in funzione di sviluppo tra la frammentazione dei poteri decisori e l'instabilità e la continua evoluzione della governance istituzionale*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n.3, 2015, pp. 481 ss.

**AD UN ANNO DAL SINGLE SUPERVISORY MECHANISM:  
RIFLESSIONI PER UN PRIMO BILANCIO\*.**

*(One year after the Single Supervisory Mechanism:  
considerations for a first analysis)*

**ABSTRACT:** *This paper analyses the specific tasks of the European Central Bank concerning policies relating to the prudential supervision of credit institutions, taking into account the actions taken to preserve the integrity of the single currency. In this context, the goal is to verify whether the Single Supervisory Mechanism should ensure that the Union's policies will be implemented in an effective manner, in order to bolster the Euro, restore financial stability and lay the basis for economic recovery.*

*The analysis shows that the asset quality review of credit institutions is a key element in the examination of the monetary policy transmission mechanism, and that the ECB is well placed to carry out clearly defined supervisory tasks with an application on protecting the financial system of the Union.*

*Concluding remarks focus both on the possible exercise of the ECB's tasks as a central banker, and on its contribute to ensure that credit institutions fully internalize all costs and risks caused by their activities, so as to avoid moral hazard.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. «*Whatever it takes*» a distanza di tre anni ed unitarietà del fenomeno moneta-credito nel meccanismo unico di vigilanza. – 3. (*Segue*): le caratteristiche applicative dell' SSM. – 4. (*Segue*): l'incidenza dell'SSM sui rapporti tra BCE ed EBA. – 5. Salvaguardia dell'Euro e qualità degli attivi bancari. – 6. Le particolari implicazioni dell'SSM sull'industria bancaria italiana. – 7. Considerazioni conclusive.

1. «È cambiato tutto, proprio tutto»,<sup>1</sup> queste parole pronunciate da Mario

---

\* Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup>Cfr. *Intervista a Mario Draghi: «In quattro anni è cambiato tutto»*, di Napoletano e Merli, pubblicata su *IlSole24Ore* del 31 ottobre 2015, p. 1

Draghi durante una recente intervista ispirano riflessioni specifiche sulle competenze in materia di vigilanza della Banca Centrale Europea.

Ad un anno dall'entrata in vigore del *Single Supervisory Mechanism*, è possibile fare un primo bilancio sulla portata della riforma dell'ordinamento finanziario europeo, per offrire una chiave di lettura delle modifiche recate al sistema di supervisione bancaria, che assumono specifico rilievo anche in vista del più ampio ruolo di *central banking* oggi ascrivibile alla BCE. Assume rilievo, ai fini del processo interpretativo in parola, il noto impegno preso da Draghi affermando: «*We think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible*». <sup>2</sup>

2. Sono trascorsi tre anni dal discorso formulato da Mario Draghi - a Londra, in occasione della *Global Investment Conference* del 26 Luglio 2012 - per rappresentare la gravità della situazione finanziaria europea e, in particolare, il peggiore momento di criticità dell'Euro. Le parole «*whatever it takes*», da lui pronunciate, lasciavano intendere che il ricorso ai soli strumenti di politica monetaria sarebbe stato insufficiente a salvare la moneta unica e, più in generale, a ristabilire l'equilibrio socio economico all'interno dell'Eurozona. Si era, infatti, in presenza di una realtà caratterizzata dal più significativo fallimento dei mercati registrato fino a quel momento e si percepivano chiaramente i limiti di un sistema bancocentrico, esposto alle intemperie di un capitalismo incapace di rinnovarsi. <sup>3</sup>

L'attribuzione alla Banca Centrale Europea di *compiti specifici* di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi viene, al tempo, considerata come unica via d'uscita

---

<sup>2</sup>Cfr. *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi at the Global Investment Conference in London*, 26 Luglio 2012

<sup>3</sup>Cfr., in particolare, la posizione assunta da POSNER, *A Failure of Capitalism: The Crisis of '08 and the Descent into Depression*, Harvard, 2009; in generale, cfr. CAPRIGLIONE, *La finanza come fenomeno di dimensione internazionale*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di id., Padova, 2015, p. 95 ss. ove si riassume il percorso evolutivo degli eventi turbolenti di questi anni.

dall'*impasse* in cui l'Europa era stata costretta dalla crisi finanziaria.<sup>4</sup> Essa trova attuazione attraverso un percorso di riforme incentrato sul *Single Supervisory Mechanism*, cui fanno seguito il *Single Resolution Mechanism* e, in prospettiva, la rivisitazione delle forme d'intervento dei *Deposit Guarantee Schemes* (proposta dalla Commissione il 24 novembre 2015).<sup>5</sup> Si è dato vita ad una costruzione disciplinare che - superando l'originaria architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo disegnata dal cd. 'Rapporto' De Larosiere<sup>6</sup> - pone le premesse per l'attivazione di un ambizioso programma volto a «completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa».<sup>7</sup>

Del resto, al riguardo, non sembravano dare adito a dubbi le considerazioni formulate da Draghi esplicitando: «*Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough*».<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup>Rileva, sul punto, la proposta della Commissione per gli affari costituzionali del Parlamento Europeo di includere nel Regolamento n. 1024 del 2013, come considerando iniziale, il seguente testo: «L'attuale crisi finanziaria ed economica ha condotto il sistema bancario europeo sull'orlo del collasso. L'integrità della moneta unica e del mercato unico è minacciata dalla frammentazione del settore finanziario. Allo stato attuale, è indispensabile intensificare l'integrazione del settore bancario al fine di rafforzare l'unità europea, ripristinare la stabilità finanziaria e gettare le basi per la ripresa economica». Va, altresì considerata una delle interpretazioni dei predetti compiti specifici più diffuse prima delle innovazioni indicate nel corpo del testo che fa riferimento ad una possibile «latent autonomous regulatory function for the ECB»: cfr. DRAGOMIR, *European Prudential Banking Regulation and supervision*, New York, 2010, p. 232

<sup>5</sup>Ci si riferisce, in particolare, ai noti provvedimenti che hanno ridefinito il quadro normativo di riferimento, dal Regolamento UE n. 1024 del 2013, al Regolamento UE n. 806 del 2014, alla *Proposal for a Regulation amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance*, Strasbourg, 24 novembre 2015.

<sup>6</sup>Cfr. MASERA, *La Crisi Globale: finanza, regolazione e supervisione alla luce del rapporto De Larosiere*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, p. 1121 ss. Si veda altresì ONADO, *European Financial Supervision after the De Larosière Report: Are We on the Right Track?*, in *Bancaria*, 2010, vol. 3;

<sup>7</sup>Cfr. *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*, cd. 'Rapporto dei 5 Presidenti', a cura di Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz. Sul punto, si veda MOELLERS, *Sources of Law in European Securities Regulation - Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to Larosière*, in *European Business Organization Law Review*, 2010, p. 379 ss.; FERRARINI - CHIODINI, *Regulating Cross-Border Banks in Europe: A Comment on the De Larosière Report And A Modest Proposal*, in *Capital Markets Law Journal*, 2009.

<sup>8</sup>Cfr. *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi at the Global Investment Conference in London*, cit. Si veda sul punto il Giudizio del Bundesverfassungsgericht del 14 gennaio 2014 sulla regolarità del noto OMT Programme e, tra i numerosi commenti, la nota di DAHAN - FUCHS - LAYUS, *Whatever it Takes? Regarding the OMT Ruling of the German Federal Constitutional Court*, in *Journal of International Economic Law*, 2014

E' evidente come l'obiettivo di salvaguardare l'Euro abbia ricondotto ad unitarietà la politica monetaria e l'azione di vigilanza, peraltro in conformità alla previsione normativa dell'art. 127, paragrafo 6, del T.F.U.E. in base al quale «il Consiglio, deliberando all'unanimità ... può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle politiche che riguardano la vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione». Va, quindi, sottolineato che l'assegnazione alla BCE dei compiti in parola avviene sulla base di un contesto dispositivo che legittima la *cessione di sovranità* già attuata in occasione della creazione della moneta unica con il Trattato di Maastricht.<sup>9</sup> A ben considerare, può dirsi che detta specificazione normativa *integra* il processo *dismissivo* di sovranità in precedenza avviato, in ragione del fatto che l'unitarietà giuridica del fenomeno moneta-credito si compendia nella duplice politica monetaria e di vigilanza.<sup>10</sup>

Molteplici e variegate ragioni confortano la tesi testé esposta.

Rileva, sul punto, la valutazione degli interventi di politica monetaria volti a evitare gli effetti negativi del *liquidity default* del mercato dei capitali; questi interventi, infatti, si pongono a fondamento di un contesto complessivo nel quale diviene possibile ricercare linee di coerenza sistemica attraverso l'esercizio dell'attività provvedimentale di vigilanza (autorizzazioni alla costituzione, assunzione di partecipazione, ecc.). È questo il dato caratterizzante dell'integrazione tra il governo della moneta e il controllo della finanza, riguardata

---

<sup>9</sup>Cfr. PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea*, Bari, 2003, p. 155 ss.; si veda, altresì, CAPRIGLIONE, *European Banking Union: A Challenge for a More United Europei*, SSRN no. 2319297; nonché MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, Roma, 2013, p. 9 ss.

Si soffermano sul «particolare ruolo della BCE» CAPRIGLIONE - SACCO, *Politica e finanza nell'Unione Europea*, Torino, 2015, p. 115 ss. ove si affronta la problematica della sua riconducibilità allo schema di Central Banking, riprendendo il dibattito avviato da CIOCCA, *La banca che manca*, Roma, 2014, Deve incentrato sul «cuore economico e giuridico» dell'istituzione banca centrale, da quest'ultimo ravvisato nella discrezionalità e nell'autonomia. Si veda altresì PERASSI, *Banca Centrale Europea*, in *Enciclopedia del Diritto*, Annali IV, p. 154

<sup>10</sup>Cfr., per tutti, CAPRIGLIONE, *Unitarietà della disciplina giuridica del fenomeno moneta-credito*, in *Bancaria*, 1979 p. 111 ss.

(quest'ultima) nei suoi profili soggettivi, vale a dire con riferimento agli intermediari creditizi, chiamati a svolgere una funzione strettamente correlata al successo di determinate politiche monetarie.

Non è questa la sede per ripercorrere la sequela di interventi diretti della BCE nel mercato monetario che, dal Settembre 2008, hanno dato attuazione ad una serie di *Non-standard monetary policy measures*;<sup>11</sup> quel che appare di maggiore interesse è la destinazione delle risorse verso il mercato creditizio, dando contenuto al passivo dello stato patrimoniale delle banche operanti nell'Eurozona. Ciò, in aggiunta alle *refinancing operations* (MROs), destinate in via ordinaria a fornire liquidità al sistema.

Appare, pertanto, significativo l'Indirizzo (UE), n. 2015/510, della BCE, del 19 dicembre 2014, che riconduce ad unitarietà le *guidelines* relative allo strumentario utilizzato in questi anni per il contrasto delle turbolenze finanziarie. Trattasi di un documento atto anche a recepire le innovazioni del *Governing Council* che si sono rese necessarie nei tempi più recenti, consentendo di consolidare la base giuridica delle operazioni più recenti (tra le quali possono esser annoverate anche le decisioni in materia di *own-use of covered bonds, non-marketable debt instruments backed by eligible credit claims* e *haircuts*, del 18 Novembre 2015).

Si comprende, peraltro, la ragione per cui il processo riformatore in parola sia avvenuto nel momento in cui i vertici europei hanno avuto chiara consapevolezza del fatto che le politiche monetarie attivate dalla BCE mediante operazioni non convenzionali dovevano ritenersi insufficienti con riguardo all'obiettivo di assicurare il superamento della crisi e, dunque, la ripresa economica degli Stati membri (che da quest'ultima erano stati colpiti).

---

<sup>11</sup>Per un inquadramento giuridico della fattispecie, si veda TROISI, *Gli strumenti di intervento della BCE e le prospettive dell'Unione Europea (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 giugno 2015)*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2015, p. 94 ss; ROSSANO, *Legittimo il programma 'OMT': la Corte di Giustizia dà ragione alla BCE (Corte di Giustizia dell'Unione Europea, Grande Sezione, 16 giugno 2015)*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2015, p. 52 ss. il quale evidenzia (p. 91) come le misure intraprese dalla BCE in periodo di crisi (riconosciute conformi al Trattato dalle recenti sentenze della Corte di Giustizia), «muovendosi cautamente sulla linea di confine tracciata dalla normativa europea (...) spingono nel senso di attribuire» all'Autorità in parola il ruolo di prestatore di ultima istanza.

Da qui, l'esigenza di spostare al vertice dell'ordinamento finanziario europeo ed a mani di un'unica istituzione sovranazionale la definizione delle politiche di vigilanza, aggiuntive rispetto alla sua originaria competenza di autorità monetaria.<sup>12</sup>

Si versa in presenza di riforme strutturali destinate ad innovare il modello relazionale tra gli Stati membri dell'Unione, si da travalicare gli ambiti delineati con il Trattato di Maastricht.<sup>13</sup> Orienta in tal senso l'intento del regolatore europeo di aprire anche all'esterno dell'Eurozona la capacità interventistica della BCE in materia di vigilanza bancaria, consentendo anche ai Paesi che non hanno adottato la moneta unica di poter aderire al SSM. Recca, sul punto, sconforto il riferimento al netto rifiuto opposto - da Paesi interconnessi con l'Eurozona (come il Regno Unito e altri) - all'invito di un'ampia partecipazione all'UBE, confermando le tesi di un euroscetticismo alimentato da logiche populiste sempre più diffuse nell'UE.

### 3. Le caratteristiche applicative del meccanismo unico di vigilanza

---

<sup>12</sup>Al presente - nella prospettiva del consolidamento di un'Unione economica e monetaria profonda, autentica ed equa - allo stimolo monetario può esser ascritta una funzione accessoria rispetto agli interventi che la BCE può porre in essere dopo la riforma dell'architettura di vertice della vigilanza bancaria. Tuttavia, appare - ancora oggi - prematuro ricondurre il SSM all'insieme degli strumenti di politica monetaria, tuttavia può dirsi che il *framework* delle politiche interventistiche adottate dalla BCE si arricchisce di nuovi poteri.

Non si tratta solo di individuare il fondamento giuridico di un'azione che, dopo esser stata reattiva fino alla fine del 2012, diventa proattiva, ma di ravvisare una ragione per la riconduzione ad unitarietà delle politiche di gestione della moneta e quelle di supervisione del credito. Diversamente sarebbe difficile ritenere che il quadro autoritativo di vertice sia stato riformato in modalità tali da riuscire a sedare tempestivamente una prossima, eventuale crisi macrosistemica. Conseguente un quadro regolamentare in cui la vigilanza potrà esser parte del sistema cognitivo che la BCE - come fecero altri *policy maker* nel Novecento - utilizzerà per prendere le decisioni di sua competenza, nell'ambito del mandato definito dalle giurisdizioni in cui opera, quindi quelle dell'Eurozona.

Pertanto, l'accentramento di *poteri* nella BCE indicato nel corpo del testo se, per un verso, è presupposto di un orientamento decisionale unitario verso tutti gli appartenenti al settore, per altro segna il superamento di taluni particolarismi interventistici riscontrabili in talune realtà domestiche; in tal senso dovrebbe ridimensionarsi (se non, addirittura, scomparire) il ricorso a tecniche informali di persuasione, a lungo utilizzate da talune autorità di settore (e, in particolare, da quella italiana).

<sup>13</sup>Per una descrizione del modello organizzativo originario si rinvia a PELLEGRINI, *Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea*, cit., p. 162

consentono di comprendere in qual modo il Consiglio direttivo differenzi i propri interventi per quanto riguarda l'esercizio delle funzioni di politica monetaria e quelle di vigilanza (in conformità all'art. 25, paragrafo 4, del regolamento n. 1024 del 2013).<sup>14</sup>

Sono recentissime le riflessioni del Governatore della Banca d'Italia sul 'Supervisore Unico', a suo avviso chiamato ad una *interrelazione continua*, nell'ambito di un *sistema* di responsabilità condivise, con le autorità nazionali (per utilizzare una sua espressione).<sup>15</sup> È evidente come tale assunto abbia riguardo al fatto che l'opzione normativa per l'autorità unica trova il proprio fondamento nella capacità di ponderazione di un meccanismo decisionale nel quale le scelte sono elaborate congiuntamente dai rappresentanti di tutte le autorità nazionali, riuniti nel *Supervisory Board*, e poi assunte in via definitiva dal Consiglio Direttivo della BCE, composto dai Governatori delle Banche Centrali degli Stati Membri che hanno adottato l'Euro.<sup>16</sup>

Nella costruzione delineata rifulge, nuovamente, il criterio base di una necessaria unitarietà nel governo della moneta e del credito, questa volta ravvisabile nel *concerto* decisionale che coinvolge tutti i soggetti interessati all'equilibrio del sistema finanziario e, dunque, al corretto funzionamento del mercato dei capitali.<sup>17</sup> Del resto, non da adito a dubbi la lettura dell'art. 13 *duodecies* del regolamento interno della BCE, il quale dispone che la BCE deve esercitare i compiti in materia di vigilanza senza recare pregiudizio ai compiti di politica monetaria.

---

<sup>14</sup>Analogamente è a dirsi per le forme di raccordo operativo tra la BCE e le Autorità Nazionali Competenti, le quali sono in grado di orientare l'azione di supervisione verso la duplice finalità di aumentare la stabilità degli enti creditizi (unitamente alla resilienza complessiva del sistema finanziario europeo) e di assicurare un'azione di vigilanza coerente con le scelte di politica monetaria (adottate in funzione anticrisi, nella prospettiva di un'imminente generalizzata ripresa economica nell'UE).

<sup>15</sup>Cfr. VISCO, *Indirizzo di saluto di Ignazio al Seminario giuridici della Consulenza legale della Banca d'Italia «Il sistema sanzionatorio bancario europeo e nazionale»*, Roma, 4 dicembre 2015, p. 2 ss.

<sup>16</sup>Si veda il Regolamento interno della Banca Centrale Europea, come modificato dalla Decisione della Banca Centrale Europea (UE) 2015/716 del 12 febbraio 2015.

<sup>17</sup>Cfr. *Rules of Procedure of the Supervisory Board of the ECB*, OJ L 182, 21.6.2014, p. 56



Ciò posto, va puntualizzato che l'SSM è chiamato a verificare la corretta applicazione di un quadro normativo profondamente innovato dal legislatore europeo, nella prospettiva di addivenire all'adozione di un *Single Rulebook* che consenta alle banche di competere in condizioni di parità regolamentare all'interno dell'UE. Meritevole di attenzione è, in particolare, l'intervento che ha riguardato l'assunzione delle regole previste dagli accordi di Basilea III (condivisi in sede internazionale sotto la pressione della crisi) e l'adozione della CRD IV e del CRR, con l'ovvio effetto di aumentare i requisiti patrimoniali per le banche (e, quindi, il rapporto tra la misura d'operatività consentita ed i fondi propri ad esse permanentemente destinati).

Ovviamente, a tale quadro normativo accede un apparato sanzionatorio che aiuterà le autorità dell'SSM a conferire concretezza al predetto *Single Rulebook*. Del resto, già il Regolamento n. 1024 del 2013 riteneva necessario attribuire alla BCE il potere di imporre sanzioni agli intermediari (*Considerando* n. 36), laddove la CRD IV definisce un insieme articolato di provvedimenti disciplinari destinati ad assicurare la predetta parità concorrenziale (imponendo costi specifici agli enti che seguono percorsi diversi da quelli disposti dal legislatore europeo, tendendo ad annullare il vantaggio economico che si può trarre dalle violazioni). Analoghe misure sono previste dal robusto apparato sanzionatorio del *Single Resolution Mechanism*, le quali rafforzano gli strumenti dissuasivi dell'SSM.<sup>18</sup>

Alla luce di quanto precede, sembra ipotizzabile che l'SSM costituisca un meccanismo di vigilanza reattivo, come tale idoneo a sostenere le politiche monetarie che la BCE realizza; donde la prospettiva di un recupero delle sperimentate modalità d'intervento sul settore creditizio assegnate ad un'unica autorità, in conformità al modello che, nel secolo scorso, aveva trovato

---

<sup>18</sup>Proporzionalità, efficacia e tempestività dell'intervento sanzionatorio non esauriscono la loro valenza nella sfera giuridica dell'intermediario, ma si estendono sino a garantire il corretto funzionamento del mercato e, quindi, il regolare impiego delle risorse che la politica monetaria ha fatto affluire verso il settore creditizio, al fine di salvaguardare la linearità del circuito che la BCE ha inteso alimentare in funzione anticrisi.

affermazione nei principali Stati Membri.

Sotto altro profilo, va tenuto presente che l'attivazione dello *strumentario* ora attribuito alla BCE rende possibile ravvisare la presenza di un nesso tra la *flessibilità* dei programmi monetari<sup>19</sup> e la *rigidità* delle nuove regole di vigilanza; ciò nel senso che i primi dovranno interagire con gli effetti delle seconde, per attenuare gli effetti riduttivi (dei volumi) del meccanismo di moltiplicazione dei depositi (*i.e.* l'innalzamento dei requisiti di adeguatezza patrimoniale) e quelli espansivi (del costo) della raccolta a medio lungo termine (*i.e.* l'incremento della rischiosità delle passività bancarie a seguito del recepimento della Direttiva BRRD). Da qui, la *convergenza* in capo alla BCE delle forme interventistiche, preordinata - come si è detto - all'obiettivo di allineare gli effetti della politica monetaria e con quelli conseguenti alla vigilanza; ciò in vista del completamento del processo di più intensa unione tra i Paesi europei, già avviato - peraltro - da altri Trattati, quali l'SCG e l'ESM.<sup>20</sup>

4. La costituzione dell'Unione Bancaria Europea è foriera di numerosi dubbi in ordine all'articolazione del rapporto che intercorre tra la BCE e le autorità che compongono il SEVIF, stante la specifica interazione degli interventi della prima con quelli ascrivibili all'EBA. Ed invero, l'attività regolamentare di quest'ultima può trovare concreti ostacoli nella predisposizione di atti normativi da parte della BCE, notoriamente competente alla fissazione di criteri dispositivi per il corretto svolgimento dell'attività bancaria.

Si profila, pertanto, l'eventualità di possibili *attriti* o *duplicazioni* poco

---

<sup>19</sup>Ci si riferisce, in particolare, al disegno delle politiche di *Quantitative easing*, che si è andato delineando, dal discorso di Parigi a Sciences Po, nel marzo 2014, all'intervento Jackson Hole nell'agosto di quest'anno, alle decisioni di politica monetaria del 3 dicembre 2015

<sup>20</sup>Rileva, altresì, l'«Accordo interistituzionale tra il Parlamento europeo e la Banca centrale europea sulle modalità pratiche dell'esercizio della responsabilità democratica e della supervisione sull'esecuzione dei compiti attribuiti alla Banca centrale europea nel quadro del meccanismo di vigilanza unico», 2013/694/UE, 30 novembre 2013, laddove deve ritenersi che l'esercizio dei poteri di vigilanza, unitamente all'adempimento degli appositi obblighi di *accountability* previsti dall'articolo 20 del regolamento (UE) n. 1024/2013, consenta il controllo democratico dell'attuazione di tale regolamento da parte del Parlamento e del Consiglio, essendo - queste ultime - le istituzioni legittimate a rappresentare i cittadini dell'Unione e gli Stati membri.

compatibili con gli obiettivi perseguiti dal regolatore europeo nel definire la materia in esame. In particolare, come è stato sottolineato in dottrina, è prevedibile che l'EBA, per evitare inadeguate sovrapposizioni disciplinari ovvero orientamenti contrastanti con quelli adottati dalla BCE, finisca sul piano delle concretezze con l'assumere una posizione silente su tematiche per le quali essa è istituzionalmente competente.<sup>21</sup> Ciò, a prescindere dall'ulteriore considerazione che la diversa sfera di incidenza delle autorità sopra richiamate ha come effetto il venir meno dell'unitarietà d'indirizzo economico-finanziario avuta di mira dal regolatore europeo nella disciplina della materia in esame per la quale è dato ipotizzare, in aggiunta ai rischi di cui sopra si è detto, anche la configurabilità di zone d'ombra o, addirittura, di impropria assenza di disciplina. Rileva, in particolare, la consultazione avviata dall'EBA in materia di *liquidity requirements for cross-border intragroup financial support under stress conditions*, avviata il 18 novembre u.s. per promuovere l'adozione di requisiti più stringenti di quelli ordinariamente previsti per gli interventi a livello domestico, al fine di evitare che un improprio *travaso di risorse* consenta una sorta di *shopping* della giurisdizione in cui far manifestare la crisi di liquidità.<sup>22</sup>

Analogamente meritevole di approfondimento deve ritenersi il rapporto intercorrente tra la BCE e le autorità nazionali competenti, ora chiamate a prestare *servizi di supervisione* diversi dall'attività di controllo in passato svolta sulla base di criteri ordinatori al presente superati.<sup>23</sup> E' evidente come, all'interno

---

<sup>21</sup>Cfr. CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento bancario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014, p. 51 ss.

<sup>22</sup>Cfr. *Consultation Paper on 'Draft Regulatory Technical Standards on the specification of the additional objective criteria referred to in Articles 29 and 34 of Commission Delegated Regulation (EU) No 2015/61 under Article 422 and 425 of Regulation (EU) No 575/2013*, EBA/CP/2015/22, 18 Novembre 2015

<sup>23</sup>Significativo, al riguardo, la condivisione del rischio (tra BCE e autorità nazionali) connesso alle operazioni di acquisto di titoli pubblici e privati, che mirano ad influenzare l'attività economica e l'inflazione attraverso diversi canali. Ci si riferisce, in particolare, all'avvio delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) e in settembre quello di un programma di acquisto di ABS emessi in seguito alla cartolarizzazione di crediti bancari a imprese e famiglie (Asset-Backed Securities Purchase Programme, ABSPP) e di obbligazioni bancarie garantite (Covered Bond Purchase Programme, CBPP3), con l'obiettivo di

dell'SSM, tali autorità debbano contenere la loro azione nell'ambito del perimetro disegnato dal Regolamento n. 1024 del 2013, con l'ovvia limitazione dei loro poteri di esercizio delle *discrezionalità* previste dalla normativa primaria (CRD IV e CRR). È appena il caso di far presente che solo le prerogative attribuite ad uno Stato membro dal regolatore europeo possono essere validamente esercitate nei confronti di tutte le banche autorizzate; per converso, deve riconoscersi una integrale sottoposizione alle indicazioni della BCE da parte delle autorità domestiche, la cui capacità interventistica è ora circoscritta solo al controllo delle banche cd. non significative.<sup>24</sup> Esemplificative, al riguardo, sono le scelte effettuate dalla Banca d'Italia che - nell'aggiornamento della Circolare n. 285, del 24 Novembre 2015 - ha adottato una formula singolare, in quanto prevede l'applicazione delle proprie opzioni a tutte le banche autorizzate in Italia, incluse, «fino a diversa indicazione» della BCE, anche quelle sottoposte alla supervisione di quest'ultima.

5. Centrale, ai fini dell'indagine, è l'approfondimento delle procedure riguardanti il *comprehensive assessment* e, in particolare, la verifica della qualità degli attivi creditizi (*Asset Quality Review*) e le prove di *stress* prospettiche (*Stress test*), l'una e le altre entrate utilizzate per conoscere gli impieghi delle banche e la loro resilienza in condizioni critiche, definite in base a scenari disegnati dalla BCE. Significativo, al riguardo, è la ripetizione dell'*assessment* in parola nel corso del 2015, anche se in questa seconda valutazione approfondita è stato individuato un campione ridotto di banche significative, talora limitandosi solo all'analisi di *policy*, processi e *accounting* (qualora gli attivi delle banche in esame registrassero volumi

---

favorire il credito all'economia reale e di stimolare la crescita attraverso un aumento della dimensione del bilancio dell'Eurosistema. si veda, in proposito, *Il programma di acquisto di titoli pubblici e privati dell'Eurosistema*, a cura della Banca d'Italia, Roma,

<sup>24</sup>Cfr. ANTONUCCI, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2014, p. 236 ss.

di attività creditizia di minima entità).<sup>25</sup>

A ben considerare, il consolidamento della metodologia utilizzata dall'autorità di supervisione in appositi 'Manuali' (redatti dalla BCE<sup>26</sup>) pone le premesse affinché AQR e *Stress test* possano entrare a far parte dell'apparato interventistico istituzionalizzato nel nuovo modello di vigilanza integrato. Di certo, al presente, i manuali suddetti indicano chiaramente alle banche le preferenze della BCE per le politiche di gestione degli impieghi e, quindi, di le vie di erogazione del credito.

Si addivene, per tal via, all'identificazione di una linea interpretativa che, muovendo dalla valutazione delle modalità esplicative dell'attività bancaria degli enti creditizi, consente di ripercorrere - a ritroso - gli effetti delle operazioni monetarie della BCE. In particolare, rileva il riferimento alle regole di computo (della voce 'crediti verso la clientela') del bilancio bancario, dalle quali si evince il carattere unitario delle procedure per la valutazione del merito creditizio, la ponderazione degli attivi, la determinazione del livello di solvibilità. Ciò, in un contesto normativo segnato dalle regole introdotte dal CRR e, in particolare, dai *Technical Standards* dell'ESMA in materia di *credit quality*.<sup>27</sup>

La normativa sembra delineare una sequenza logica negli adempimenti sopra richiamati, per cui l'attivo delle banche soggette all'SSM risulta destinatario di controlli che non esauriscono i loro effetti nell'ambito della supervisione microprudenziale,<sup>28</sup> pur essendo essenziali nella costruzione di un sistema

---

<sup>25</sup>Cfr. Decisione della Banca Centrale Europea del 4 febbraio 2014 che individua gli enti creditizi soggetti alla valutazione approfondita.

<sup>26</sup>Cfr. *Comprehensive Assessment - Stress Test Manual* e *Asset Quality Review Phase 2 Manual*, editi dalla BCE, rispettivamente nell'Agosto 2014 e nel Marzo 2014

<sup>27</sup>Cfr., con particolare riguardo ai criteri disciplinari in tema di *over-reliance*, TROISI, *Le Agenzie di Rating*, Padova, 2013, p. 129 ss.; si veda altresì AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2013, p. 415 ss.; nonché LENER - RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, p. 353 ss.

<sup>28</sup>Rileva, sul punto, l'interrogativo posto da LI - ZINNA, *How Much of Bank Credit Risk is Sovereign Risk? Evidence from the Eurozone*, in *Temi di Discussione della Banca d'Italia*, 2014, Working Paper No. 990.

integrato di intervento sul mercato dei capitali. Del resto, in tal senso orientano gli sviluppi della normativa volta ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'UE attraverso il miglioramento della trasparenza delle cd. «operazioni di finanziamento tramite titoli», per consentire alle banche che acquisiscono tali titoli di conoscere i rischi ad essi associati (anche in caso di *total return swap*).<sup>29</sup>

Ci si deve chiedere, pertanto, se le procedure di verifica degli attivi (destinati ad innovare le forme di vigilanza prudenziale consolidate negli ultimi decenni) necessitino di integrazione e, soprattutto, se debbano rientrare stabilmente nel quadro interventistico della BCE, disancorandosene l'impiego dal carattere occasionale che recentemente ne ha caratterizzato l'applicazione.

In considerazione del ruolo *preponderante* ascrivibile al sistema bancario all'interno dei circuiti di finanziamento dell'economia,<sup>30</sup> non v'è dubbio che una gestione sana e prudente dovrà prevedere 'piani di impiego' degli attivi bancari adatti ad assecondare l'evoluzione del quadro macroeconomico di riferimento;<sup>31</sup> ne consegue che l'auspicabile successo delle azioni intraprese dalla BCE per il recupero di livelli più elevati di inflazione (cui si ricollega la prospettiva di rendimenti di mercato più elevati e, quindi, l'esigenza di protezione del valore economico degli attivi) lega indissolubilmente le misure di politica monetaria con quelle di supervisione bancaria. Da qui, la possibilità che il tasso d'interesse sui depositi offerto dalla BCE torni ad essere uno degli strumenti da utilizzare per il governo del mercato creditizio.<sup>32</sup>

6. Le cronache più recenti mettono in luce un apprezzamento, da parte delle autorità di settore, per la crescita delle banche verso la grande dimensione,

---

<sup>29</sup>Cfr. Regolamento (UE) 2015/2365 del 25 novembre 2015 sulla trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli e del riutilizzo e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>30</sup>Cfr., sul punto, SEPE, *I mercati regolamentati*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, cit., p. 635 ss.

<sup>31</sup>Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, *Le clausole di remunerazione degli affidamenti*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2011, p. 169 ss.

<sup>32</sup>È Draghi, del resto, a ricordare che «è cambiata la situazione economica globale»; cfr. *Intervista a Mario Draghi: «In quattro anni è cambiato tutto»*, cit., p. 1

ponendo le premesse per un cambiamento morfologico dell'industria bancaria che proietta gli enti creditizi sotto il controllo diretto della Banca Centrale Europea. Trattasi, in particolare, di una crescita che appare destinata ad ampliare l'ambito di applicazione dell'SSM e, quindi, assecondare l'orientamento di sistema verso l'accentramento del controllo al vertice europeo.

Significativa, al riguardo, la riforma delle banche popolari, avviata con un provvedimento giustificato - in parte - dalla «straordinaria necessità ed urgenza di avviare il processo di adeguamento del sistema bancario agli indirizzi europei» (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3). Trattasi, nella fattispecie, di una chiara indicazione per favorire l'omologazione degli schemi di *governance* bancaria e il mutamento di talune dinamiche industriali (a base della prestazione di servizi, erogazione del credito e operatività finanziaria), al presente orientate verso progetti di aggregazione (e altre operazioni, talora volte a risolvere problematiche particolari).<sup>33</sup>

Appare utile, altresì, valutare l'*input* rivolto alle Banche di Credito Cooperativo per la realizzazione di operazioni di concentrazione nel comparto. Anche tale orientamento sembra dettato dall'intento delle autorità nazionali di conformare le modifiche dell'ordinamento interno alle indicazioni del regolatore europeo; ciò, in modalità che trascurano di considerare la specificità operativa degli appartenenti a tale categoria bancaria, caratterizzata nel tempo dalla peculiare vicinanza al territorio e dall'essere soggetti promotori dell'economia locale.

Concludendo sul punto appare opportuno far menzione delle disposizioni urgenti - adottate dal Governo con il d. l. 22 novembre 2015, n. 183 - che modificano l'assetto societario, patrimoniale e proprietario di quattro enti creditizi in difficoltà (o meglio, in amministrazione straordinaria, prima, e in liquidazione

---

<sup>33</sup>Cfr. TROIANO, *Le misure urgenti di intervento sulle banche popolari: limite dimensionale e governance*, in AA.VV., *La riforma delle banche popolari*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, p. 73 ss.

coatta amministrativa, dopo il citato d.l.).<sup>34</sup> Tale provvedimento, per quanto rispondente all'esigenza di evitare conseguenze dannose a carico dei clienti di tali banche, sembra anch'esso orientato a determinare - in prospettiva - un'ulteriore concentrazione bancaria, la quale si assesta tuttavia appena al di sotto dei livelli di applicazione del SSM,<sup>35</sup> individuando dunque un *agglomerato* di banche al presente *sottratto* ai poteri di supervisione della BCE.

7. Volendo trarre qualche considerazione conclusiva, va ribadita l'importanza del carattere unitario della supervisione esercitata nell'ordinamento finanziario europeo; fondato sul riconoscimento alla Banca Centrale Europea di specifici compiti in materia di vigilanza bancaria, che si aggiungono alle funzioni monetarie sue proprie. Si è sottolineato al riguardo l'orientamento del regolatore europeo, volto a raccordare detta verticalizzazione dell'intervento pubblico all'unitarietà del fenomeno moneta-credito, stante la possibilità di utilizzare l'SSM quale utile meccanismo di trasmissione della politica monetaria.<sup>36</sup>

Particolare rilievo, nel delineato contesto, è stato assegnato alla BCE; la *mission* di quest'ultima - identificabile a seguito della crisi nella esigenza di salvaguardare la conservazione dell'Euro - trova adeguata possibilità di conseguimento nella unitarietà del governo della moneta e del credito, cui fa riferimento lo stesso regolatore europeo in una specifica disposizione dei Trattati, nella quale viene legittimata l'architettura dell'SSM. Si delinea, quindi, una

---

<sup>34</sup>A ben considerare, l'operazione in parola non solo riunisce in un'unica entità giuridica le *attività* di minor pregio delle predette banche (i quali andranno a rappresentare oltre il 90% del totale dell'attivo di una neocostituita *bad bank*), ma costituisce nuove società («aventi per oggetto lo svolgimento dell'attività di enti ponte») che, per un verso, ereditano il patrimonio degli enti creditizi preesistenti e, per altro, concedono finanziamenti alla *bad bank* (in misura pari ai predetti attivi di minor pregio); cfr. la *Nota* della Banca d'Italia, *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara*, Roma, 22 novembre 2015.

<sup>35</sup>Cfr. *Nota* della Banca d'Italia, cit., ove il totale degli attivi di tali quattro banche è indicato nella misura di 29,6 miliardi di Euro.

<sup>36</sup>Cfr. SIGNORINI, *Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia presso la 6<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato della Repubblica*, 24 ottobre 2012



prospettiva che lascia intravedere la possibile evoluzione della BCE verso il *central banking*, la quale peraltro potrà dirsi pienamente conseguita solo con l'espresso riconoscimento a quest'ultima dell'attività di prestatore di ultima istanza.

**Valerio Lemma**

*Professore associato di Diritto dell'economia  
nell'Università G. Marconi di Roma*

**L'ORGANIZZAZIONE DELLA FUNZIONE DI NEGOZIAZIONE  
DEGLI STRUMENTI FINANZIARI *EQUITY*. FRAGMENTAZIONE  
DELLA LIQUIDITÀ TRA *TRADING VENUES* E STRATEGIE  
REGOLATORIE PER UNA MAGGIOR TRASPARENZA DEL  
MERCATO *OVER THE COUNTER*\*.**

*(The organization of the equity trading function. Fragmentation of the liquidity among trading venues and the regulatory strategies for a deeper disclosure in the OTC trading)*

**ABSTRACT:** *Under MiFID I, with the abolition of the concentration rule, venue classification was designed to ensure a competitive trading environment and the regulation was essentially facilitative and, in particular, accommodated OTC trading. From the equity trading perspective, the result was: (i) the fragmentation of the liquidity among trading venues that influenced the efficiency of the price discovery mechanism and (ii) a significant proportion of equity dark trading, supported by transparency waivers and trading in the OTC space.*

*MiFID II and MiFIR are more interventionist in the equity space; the venue classification is designed to ensure that trading in the equity market takes place on organized venues which are transparent and subject to similar regulation and that the OTC trading space is reduced by the introduction of the trading obligation (art. 23 MiFIR).*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. - 2. La prospettiva “macro-giuridica” di regolamentazione del mercato finanziario degli strumenti *equity*. - 3. Il mercato degli strumenti rappresentativi di capitale: la centralità del *price discovery mechanism*. - 4. Le due tipologie di organizzazione della funzione di negoziazione nel mercato finanziario: *multilateral, formal, non discretionary* v. *bilateral, informal* e *discretionary* - 5. La disciplina delle *trading venues* nella MiFID I. - 6. La prospettiva dirigista di regolamentazione del mercato *equity* nella MiFID II e MiFIR: la *trading*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*obligation* e la *best execution* a protezione del *price discovery mechanism*. – 7. Strategie regolatorie per la riduzione delle *dark pools*: l'ambito di applicazione della disciplina dell'internalizzatore sistematico. – 8. (*Segue*): l'armonizzazione della disciplina *pre-trade transparency* nelle varie *trading venues* e l'inasprimento delle condizioni per le deroghe al fine di "non compromettere la formazione dei prezzi". – 9. Conclusioni.

1. L'abolizione della *concentration rule*, operata dalla direttiva 2004/39 (MiFID I), ha portato alla previsione regolamentare di un nuovo assetto dell'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari, centrata sulla differenziazione, in base della disciplina, delle sedi di negoziazione. Ne è risultato, così, un sistema caratterizzato dalla competizione tra le differenti *trading venues* che seppur funzionale a garantire scelte differenti di investimento ha, di fatto, generato una frammentazione delle liquidità con implicazioni negative sulla efficienza del processo di formazione dei prezzi di mercato.

Lo sfruttamento del regime MiFID I di esenzione della normativa sulla trasparenza *pre* e *post* negoziazione e l'assenza di una regolamentazione del mercato *over the counter* ha, poi, contribuito alla creazione delle c.d. *dark pools*, ambiti in cui le informazioni relative alle quantità e al prezzo delle negoziazioni non sono condivisi con il mercato.

Il lavoro intende offrire una analisi dei profili strutturali e funzionali delle diverse sedi di negoziazione, con particolare riferimento a quelle destinate a disciplinare il *trading* degli strumenti finanziari *equity*, nella prospettiva della futura e completa trasposizione nel sistema italiano della complessa regolamentazione MiFID II (direttiva 2014/65) e MIFIR (regolamento 600/2014), e dei *Regulatory Technical Standards e Implementing Standards* dell'ESMA su questa materia.

L'obiettivo duplice che si intende perseguire nel corso di questa indagine è valutare se: (i) la nuova architettura regolamentare consenta di differenziare le varie *trading venues* in base alla loro funzione, garantendo un *level playing field* tra i differenti operatori del mercato finanziario, impedendo così arbitraggi

normativi e consentendo la uniformità di regolamentazioni per le piattaforme di negoziazione di ultima generazione; (ii) l'imposizione della normativa sulla trasparenza *pre* e *post* negoziazione consenta di realizzare una maggior trasparenza dei mercati, e del mercato *over the counter*, in particolare, funzionale ad assicurare un efficiente processo di formazione del prezzo degli strumenti finanziari *equity*.

Queste le conclusioni cui si giunge.

La regolamentazione MiFID I, nella prospettiva di incentivare la competizione nel mercato finanziario, superando la regola della concentrazione con l'introduzione di differenti *trading venues*, era strutturata in modo (i) da assicurare una omogenea disciplina regolamentare alle forme di organizzazione dell'attività di negoziazione funzionalmente omogenee, e (ii) consentire le transazioni *OTC*, legittimate vuoi dalla disciplina delle esenzioni al regime di trasparenza *pre*-negoziazione per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione, vuoi dalla possibilità di elusione della disciplina dell'internalizzatore sistematico. In quella sede il legislatore mostrava di far affidamento sui meccanismi della concorrenza per ampliare le scelte degli investitori, riservando alla relazione contrattuale intermediario cliente la tutela in ipotesi di transazioni effettuate *OTC*.

Con la MIFID II il legislatore europeo mostra un radicale cambio di prospettiva di regolamentazione del mercato finanziario, improntato ad un approccio decisamente paternalistico/dirigista, che restringe lo spazio di autonomia delle imprese di investimento, ancorando le regole di condotta a canoni più stringenti. In particolare, si mira a ridurre gli scambi di strumenti rappresentativi di capitale *OTC*, riconducendoli nelle sedi di negoziazione regolamentate soggette a obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione<sup>1</sup> e a

---

<sup>1</sup>In questo senso si veda il *considerando* 10 della MiFIR, secondo cui « Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente trasparente, sia pre- che post negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati.

limitare gli spazi di arbitraggio normativo, fissando parametri quantitativi difficilmente eludibili per attrarre alla disciplina dell'internalizzatore sistematico gli scambi *OTC*.

Per garantire che un maggior numero di negoziazioni abbia luogo in sedi di negoziazione regolamentate e su internalizzatori sistematici, poi, il legislatore introduce per le imprese di investimento, anche per le transazioni effettuate, per conto proprio o in esecuzione del cliente, su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziate in una sede di negoziazione un obbligo di negoziazione in un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o su un internalizzatore sistematico. La *trading obligation*<sup>2</sup> appare, forse, come una (ancorché debole) eco della regola della *concentration rule pre-MiFID I*<sup>3</sup>.

L'assetto regolatorio finale risulta, così, marcatamente dirigista, lontano dalla meccanismi di deregolamentazione fondati sulla logica dell'efficienza del mercato dei capitale. Suonano così quanto mai attuali le osservazioni del grande Maestro Gustavo Minervini secondo cui stiamo passando da un sistema «fondato sulla trasparenza e sulla auto-tutela, che esige negli individui vitalità, attitudine selettiva, spirito di iniziativa» a un sistema «paternalistico di etero-tutela, di assistenza generalizzata»<sup>4</sup>.

2. Obiettivo del presente lavoro è l'analisi dei profili strutturali e funzionali del mercato degli strumenti finanziari rappresentativi di capitale, con particolare riguardo alle innovazioni regolamentari in tema di organizzazione della funzione di negoziazione introdotte dalla disciplina MiFID II e MiFIR.

---

<sup>2</sup>Così *considerando* 11 della MiFIR.

<sup>3</sup>L'espressione è di MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 468.

<sup>4</sup>Così MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 5. In argomento si veda ROSSI, *Trasparenza e vergogna. Le società e la borsa*, Milano, 1982, p. 140 ss. e p. 174 ss., ove l'osservazione che la l. 216 del 1974, n. 216, è «un elogio allo scetticismo» in relazione ai due contrapposti orientamenti che manifesta di accogliere: la «filosofia della trasparenza» e la giustapposta «filosofia della supervisione burocratica».

In riferimento alla circolazione sul mercato degli strumenti finanziari, coesistono sempre due piani di lettura del fatto giuridico. Da un lato, la relazione negoziale intermediario cliente, funzionale alla realizzazione del servizio di investimento e retta dalle regole di condotta imposte agli intermediari finanziari a tutela del miglior interesse del cliente. Da l'altro, la prospettiva di regolazione del mercato dove lo strumento finanziario circola come prodotto oggetto di un sistema di scambi, secondo regole fissate alternativamente dal legislatore, in ipotesi di sedi regolamentate, o lasciate alla libera contrattazione delle parti, in ipotesi di transazioni *over the counter*.

La prospettiva di regolamentazione dei mercati finanziari è stata definita "macro-giuridica" ad indicare che la finalità, riconducibile all'impegno costituzionale di tutelare il risparmio (art. 47 Cost.), non già è «di proteggere il risparmiatore "anonimo" dal rischio dell'impegno», bensì quella di «metterlo nelle condizioni di fare scelte consapevoli e ponderate: propiziandone l'informazione e promuovendo la qualificazione professionale, la correttezza e la responsabilità dei suoi interlocutori»<sup>5</sup>.

Durante la crisi finanziaria, originata principalmente nel comparto degli strumenti finanziari derivati a ragione della incapacità del mercato di cogliere le potenzialità eversive dei nuovi prodotti dell'ingegneria finanziaria e dell'opacità cui il sistema di compensazione su base bilaterale aveva condotto, si è sviluppato un progetto ambizioso riguardo alle sedi di negoziazione, con riferimento alla funzione di *trading* e *post-trading*.

L'alto tecnicismo del fenomeno economico unitamente all'alluvione legislativa, fondata peraltro su una impostazione multilivello anche in sede europea, richiede al giurista uno sforzo eccezionale per ricondurre a sistema le innumerevoli norme che si trova ad interpretare.

Riguardo al mercato, e al mercato finanziario in particolare, differenti sono le prospettive di lettura del dato fattuale.

---

<sup>5</sup>Cfr. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Documenti circolanti, circolazione intermediata e password*, Torino, 2012, p. 143.

Il mercato si presenta, nella prospettiva soggettivo-individualistica, come una situazione intersoggettiva caratterizzata dalla necessaria produzione di regole a tutela dei soggetti coinvolti; una sorta di *locus artificialis* inteso come «un sistema di relazioni governato dal diritto»<sup>6</sup>.

Spostando, di contro, l'accento al profilo oggettivo del fatto, il mercato appare come la forma giuridica dell'attività di negoziazione e *post*-negoziazione di strumenti finanziari, funzionalmente organizzata per contenere i rischi, di mercato, di controparte (o di credito) e sistemico<sup>7</sup>, cui i soggetti partecipanti sono esposti<sup>8</sup>. Nella prospettiva teleologica, poi, il mercato ha la funzione di sostenere la liquidità dello strumento negoziato, favorendo l'incontro della domanda e dell'offerta e garantendo così la mobilitazione del risparmio e l'allocazione della ricchezza<sup>9</sup>.

---

<sup>6</sup>Così IRTI, *Persona e mercato*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, p. 289 ss., che confuta la concezione c.d. naturalistica del mercato inteso come *locus naturalis*. In argomento cfr. MOTTI,  *Mercati borsistici e diritto comunitario*, Milano, 1997, p. 51 s. ove l'osservazione che «la concezione del mercato come spazio sociale determinato da regole accomuna in fondo i vari possibili significati del termine» mercato; ID., *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impr., soc.*, 1991, p. 455 ss.; SANTINI, *Commercio e servizi*, Bologna, 1988, p. 48 ove l'osservazione che «il “luogo” diventa una sorta di ordinamento di rilievo anche giuridico, nell'ambito del quale operano i soggetti interessati»; FRANCESCHELLI, *Il mercato in senso giuridico*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 501 ss., in part. p. 514, secondo cui il mercato è «una situazione giuridica generale, giuridicamente garantita e protetta»; VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*<sup>5</sup>, vol. I, Milano, 1922, p. 248 che ricomprende nel termine i tre aspetti delle negoziazioni (il luogo, i soggetti coinvolti e le operazioni in sé). Su questi temi si veda, inoltre, HART – MOORE, *The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives versus Outside Ownership*, in 12 *Oxford Rev. Of Economic Policy* (1996), p. 53 ss.

<sup>7</sup>Sulla classificazione dei rischi si veda PERRONE, *La riduzione del rischio di credito negli strumenti finanziari derivati*, Milano, 1999, p. 3, ove la definizione di «rischio di mercato» come «il rischio derivante dalla fluttuazione del mercato» (c.d. *market risk*); «rischio di credito» che individua la «possibilità di un pregiudizio patrimoniale connesso all'inadempimento della controparte» (c.d. *credit risk*); «rischio sistemico», connesso ai primi due, inteso come meccanismo di «reazione a catena», innescato dall'insolvenza di un partecipante che, impedisce agli altri membri di far fronte agli impegni finanziari e causa «il collasso dell'intero sistema» (*systemic risk*). Su questi temi si rinvia, da ultimo, a GIRINO, *I contratti derivati*<sup>2</sup>, Milano, 2010, p. 433 ss.

<sup>8</sup>In termini non dissimili si veda MOTTI,  *Mercati borsistici*, p. 49 secondo cui «enucleando da una definizione in termini soggettivi una nozione di carattere oggettivo (...) è lecito dedurre che l'attività giuridicamente rilevante su cui si fonda la nozione di mercato sia per l'appunto la gestione del servizio-mercato (di cui è essenziale la componente organizzativa)».

<sup>9</sup>Ampia la letteratura sul tema. Cfr., per tutti, FISCHER, *Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock* (1987), 54 *University of Chicago Law Review* 119; MAHONEY, *The Exchange as Regulators* (1997), 54 *University of Chicago Law Review* 119 e LEVINE,

I sistemi giuridici conoscono differenti tipologie di mercati, in dipendenza dell'intensità dell'organizzazione<sup>10</sup> che li caratterizza e dell'oggetto dell'attività di negoziazione. La «forma superiore di organizzazione è ravvisabile quando il mercato sia in grado – oltre che di mettere in relazione gli agenti economici in condizioni più favorevoli rispetto al regime degli scambi “spontanei” – di rendere trasparente la formazione dei prezzi»<sup>11</sup>.

3. Con particolare riferimento al tema oggetto d'indagine, gli strumenti finanziari rappresentativi di capitale, appare evidente la duplicità di piano di lettura, endosocietaria e di mercato, della circolazione del prodotto<sup>12</sup>.

Se, in vero, il sistema del codice considera la partecipazione azionaria innanzitutto come uno «strumento di investimento», nella regolamentazione del mercato finanziario viene al contrario intesa tendenzialmente in termini di «oggetto di scambio» e dunque oggetto di «un sistema di scambi» che è il mercato; ancora di più, la partecipazione azionaria può essere intesa come un «prodotto» che circola nel mercato finanziario<sup>13</sup>.

Il collegamento tra azione e mercato caratterizza, poi, lo stesso fenomeno azionario complessivamente considerato, posto che «l'adozione dello strumento azionario risulta diretta non tanto e non solo alla circolazione della partecipazione sociale, quanto piuttosto alla formazione del relativo mercato in quanto sistema autonomo di valutazione, e dunque in quanto sistema di prezzi»<sup>14</sup>.

---

*Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* (1997), 35 *Journal of Economic Literature* 685.

<sup>10</sup>Cfr. MOTTI, *Il mercato come organizzazione* [nt. 1], p. 473, per il rilievo che «per “organizzazione” non deve intendersi unicamente la predisposizione di una serie di attrezzature e servizi tecnici (c.d. organizzazione di supporto), bensì quel *minumun* di strutture e/o disciplina (di norma, una combinazione di entrambe) necessario per conferire agli scambi un grado di efficienza superiore a quello espresso dal “mercato spontaneo”, in ragione della specificità di ciascuna forma di mercato)».

<sup>11</sup>Così, *Il mercato come organizzazione*, cit., p. 475.

<sup>12</sup>Con la MiFID II il legislatore attrae alla disciplina degli strumenti rappresentativi di capitale le azioni, i certificati di deposito, i fondi indicizzati quotati, i certificati e gli altri strumenti analoghi.

<sup>13</sup>Così FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, p. 189 s.

<sup>14</sup>Così FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit. p. 191 testo e nt. 130 ove l'osservazione che «la formazione del mercato finisce per (ed appare diretta ad) attribuire un autonomo valore alla



La formazione del prezzo, poi, si basa sulla logica del mercato e può portare ad un valore diverso da quello reale, ancorché ad esso collegato; la funzione dell'azione è, allora, «quella di riconoscere alla partecipazione sociale un *prezzo di unitario*, riferito cioè a quella *unità* che si denomina appunto azione»<sup>15</sup>. Così il mercato, assegnando un prezzo all'azione, «opera una *valutazione di secondo grado*»<sup>16</sup>.

La correttezza nel *price discovery mechanism* nel mercato secondario degli strumenti *equity* è, allora, funzionale a garantire all'azionista il disinvestimento ad un prezzo efficiente, in grado di sintetizzare le informazioni sull'affidabilità dell'emittente.

L'armonizzazione a livello europeo delle regolamentazione sul *capital raising* risponde all'esigenza di politica legislativa<sup>17</sup> di garantire l'efficienza dei mercati finanziari europei nella prospettiva dell'allocazione presso gli investitori di titoli rappresentativi del capitale, evitando agli emittenti i costi relativi alle barriere protettive nella regolamentazione locale. L'intensità della regolamentazione, poi, varia, in funzione delle esigenze di protezione dell'investitore. Semplificando i c.d. *public markets* sono soggetti ad una intensa regolamentazione; i *private markets*, invece, sono riservati a investitori sofisticati e sono caratterizzati da una regolamentazioni meno intensa.

Il pilastro che regge la regolamentazione in tale ambito è la filosofia della

---

azione, quello, appunto, di mercato, nell'ambito del quale la duplicità dei valori (nominale e reale) della azione viene per così dire superata: e se la funzionalità della azione si esaurisce nel mercato, si deve allora concludere che la presenza di un duplice valore, reale e nominale, della azione consegue appunto al fatto che essa rappresenta l'esito di una tipizzazione della partecipazione, e non viceversa». In questo stesso senso ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. delle soc. per az.*, diretto da G.E Colombo e G.B. Portale, 2\*, Torino, 1991, p. 131 ss. secondo cui la standardizzazione dell'azione risultante dalla tecnica azionaria agevola «l'instaurazione e il funzionamento di un mercato secondario che abbia per oggetto l'unità azionarie: un mercato nel quale ad esse, proprio perché prefigurate in termini oggettivi (...) è possibile assegnare uno specifico valore», peraltro suscettibile «entro certi limiti, di prescindere dal valore stesso del patrimonio sociale».

<sup>15</sup>Così FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit. p. 193 e nt. 137 ove l'osservazione che in presenza di pluralità di categorie di azioni il mercato esprimerà per ciascuna un prezzo.

<sup>16</sup>Così FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit. p. 197.

<sup>17</sup>Per questa impostazione si veda MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., p. 48 ss.

trasparenza che, secondo l'approccio interpretativo della scuola di pensiero della *law and economic*, consente di eliminare dal mercato quei titoli non rappresentativi di investimenti adeguati<sup>18</sup>.

La trasparenza nel mercato dei capitali è la risultante di una azione combinata di regolamentazioni che giocano un ruolo differente. Da un lato, nella fase di ammissione a quotazione sui mercati regolamentati, la disciplina della *Prospectus Directive* consente all'investitore di acquisire le informazioni necessarie per valutare la struttura finanziaria e organizzativa dell'emittente e le caratteristiche dello strumento finanziario offerto al mercato. Per i titoli negoziati nel mercato regolamentato, poi, il sistema, attraverso la *Transparency Directive*, garantisce una informazione continua sui dati rilevanti dell'emittente, anche a mezzo dei giudizi delle *credit rating agencies*, oggetto di disciplina in continua evoluzione nel tentativo di garantirne l'imparzialità dei processi di valutazione. Sempre in tema di informazioni, da ultimo, mette conto segnalare la rilevanza della disciplina sul *market abuse*, finalizzata ad impedire lo sfruttamento di informazioni privilegiate *price sensitive*, non condivise con gli altri partecipanti al mercato.

La disciplina delle sedi di negoziazione, poi, mira a garantire la funzione economica di creare e sostenere la liquidità del mercato, da intendersi come la caratteristica che consente agli investitori di acquistare uno strumenti finanziario ad un prezzo ragionevolmente coincidente con quello che il mercato esprime in quel momento<sup>19</sup>.

Se la società per azione è la forma giuridica del finanziamento dell'attività in forma collettiva, l'efficienza del meccanismo di formazione del prezzo, nei

---

<sup>18</sup>Ampia la letteratura anglossassone su questi temi. Cfr., tra questi, BLACK, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets* (2001), 48 *UCLA Law Review* 781; CHOI, *Law, Finance and Path Dependence. Developing Strong Securities Markets* (2002), 80 *Texas Law Review* 1657; ENRIQUES – GATTI, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union* (2006), 27 *University of Pennsylvania Journal of International Economic Law*, 939.

<sup>19</sup>Per una definizione di liquidità v. POSER, *Restructuring the Stock Markets: A Critical Look at the Sec's National Market System* (1981), 56 *NYU Law Review* p. 884, in part. p. 886.

mercati rappresentativi di capitale, è condizione necessaria per garantire alle strutture societarie il ricorso al capitale di risparmio diffuso. Resta da chiarire quale strategia regolatoria occorra seguire per garantire al risparmiatore la formazione di un prezzo efficiente, che rappresenti cioè il valore dell'investimento nella iniziativa economica collettiva, partendo dall'ovvia constatazione che l'inefficienza nella formazione del prezzo compromette anche la possibilità di garantire investimenti di medio-lungo periodo, soprattutto per le piccole medie imprese<sup>20</sup>.

4. L'abolizione della *concentration rule*, operata dalla direttiva 2004/39 (MiFID I), ha portato alla previsione regolamentare di un nuovo assetto dell'organizzazione della funzione di negoziazione degli strumenti finanziari, centrata sulla differenziazione, in base della disciplina, delle sedi di negoziazione. Ne è risultato, così, un sistema caratterizzato dalla competizione tra le differenti *trading venues* che seppur funzionale a garantire scelte differenti di investimento ha, di fatto, generato una frammentazione delle liquidità con possibili implicazioni negative sulla efficienza del processo di formazione dei prezzi di mercato<sup>21</sup>.

Sebbene durante la recente crisi, il mercato degli strumenti finanziari *equity* abbia, in vero, dimostrato una resilienza di certo maggiore rispetto al mercato dei derivati<sup>22</sup>, purtuttavia l'assetto regolamentare della funzione di negoziazione

---

<sup>20</sup>In argomento, FERRARINI-MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU*, cit., p. 561 ove l'osservazione che l'inefficienza nella formazione del prezzo compromette anche la possibilità di garantire investimenti di medio-lungo periodo, soprattutto per le piccole medie imprese. Si veda anche *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making*, Final Report (2012), disponibile su [www.gov.uk](http://www.gov.uk)

<sup>21</sup>Per una analisi delle differenti prospettive di regolamentazione del *dark trading* nei vari paesi IOSCO, *Principles for Dark Liquidity. Report of the Technical Committee of IOSCO* (2011), disponibile su [www.iosco.org](http://www.iosco.org) e FERRARINI-MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU*, cit., p. 563 s., in part. p. 563 ove l'osservazione che il sistema statunitense, noto come *US Regulation NMs*, «takes a different and more interventionist approach to equity trading market regulation than MiFID I». In argomento v. IOSCO, *Task Force on Unregulated Financial Markets and Products. Implementation Report* (2011), disponibile su [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

<sup>22</sup>In argomenti si vedano i dati relativi alla tenuta, durante la crisi finanziaria del 2007 del mercato *equity* pubblicati in UK FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, *The FSA's Markets Regulatory Agenda* (2010), 4-19 e SEC, Release No 34-61358, *Concept Release on Equity Market Structure*

disegnato dalla MiFID I ha evidenziato, nella sua sperimentazione fattuale, alcuni profili critici che meritano di essere indagati<sup>23</sup>.

La liberalizzazione del mercato dell'*equity trading* ha portato alla previsione di una pluralità di sedi di negoziazione, oggetto di disciplina specifica in relazione alle differenti caratteristiche tecniche dell'organizzazione della funzione di negoziazione. Occorre allora verificare se è stato realizzato un *level playing field* tra le varie *trading venues* e se le distinzioni tecniche su cui si basa la differenziazione in punto di disciplina rispondano ad un effettivo diverso modi di eseguire le negoziazioni<sup>24</sup>.

Due possibili approcci all'organizzazione della funzione di negoziazione.

Un primo approccio formale (rispondente a regole fissate dal legislatore), multilaterale (il gestore consente o facilita l'incontro di interessi multipli di acquisto o di vendita), non discrezionale (il *trading* avviene sulla base di regole definite e il gestore non interviene nel mercato) e *lit*-trasparente (le intenzioni e le negoziazioni sono rese note al mercato). All'interno di un sistema *multilaterale* il gestore agisce come controparte interposta, e senza assunzione di rischi, tra diversi interessi di vendita e di acquisto, che vengono combinati in base a regole prefissate. Il gestore, in definitiva, mette a disposizione una piattaforma (*recte* "sistema"<sup>25</sup>) per gli intermediari-clienti, all'interno della quale è possibile procedere alle negoziazioni. Le condizioni di accesso al mercato sono stabilite attraverso parametri fissati *ex ante*. Il gestore facilita l'incontro di interessi multipli

---

(2010), p. 64. In dottrina cfr. MÜLBERT – WILHELM, *Reforms of EU Banking and Securities After the Financial Crisis*, 26 *Banking and Finance Law Review* (2010), p. 187; MOLONEY, *The Legal Effects of the Financial Crisis on Regulatory Design in the EU*, in FERRAN, MOLONEY, HILL, COFFEE, *The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis* (2012), p. 111.

<sup>23</sup>In tal senso FERRARINI-MOLONEY, *Reshaping Order Execution in the EU and the Role of Interest Groups: From MiFID I to MiFID II*, 134 *European Business Organization Law Review* (2012), p. 561 s.

<sup>24</sup>In argomento si rinvia a MOLONEY, *EU Financial Market Regulation After the Global Financial Crisis: "More Europe" or More Risks?*, 47 *Common Market Law Review* (2010), p. 1317.

<sup>25</sup>Cfr. MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di FREDIANI-SANTORO, 2009, p. 41; in argomento, per un inquadramento della questione sotto il profilo del fenomeno economico, v. FRANCOFFE (et al.), *MiFID 2.0*, cit., p. 102, che parla di "rete" (*network*).

ma secondo un principio di *non discrezionalità* cui si associa anche il divieto di impegnare capitale proprio<sup>26</sup>. Nella prospettiva funzionale, questa modalità di organizzazione della funzione di negoziazione è *price setting* poiché la comunicazione al mercato degli interessi alla negoziazione incide sul processo di formazione dei prezzi di mercato; e garantisce la liquidità degli strumenti negoziati, fungendo da collettore delle negoziazioni, anche sostenute dagli intermediari che fungono da *market maker* sul mercato stesso. Coerentemente il legislatore impone, per questi sistemi, stringenti regole di trasparenza *pre* e *post* negoziazione riguardo al prezzo, al volume e al tempo delle negoziazioni e, guardando al soggetto cui è riconducibile la gestione della funzione di negoziazione, impone regole riguardo l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, nonché regole organizzative e sul capitale.

Un secondo approccio informale, bilaterale (le negoziazioni avvengono tra un intermediario e il cliente), discrezionale (l'accesso alla piattaforma e la negoziazione sono a discrezione dell'intermediario) e *dark* (l'interesse alla negoziazione non è comunicato al mercato)<sup>27</sup>. La logica cui risponde siffatta modalità organizzativa è assai differente rispetto ai sistemi multilaterali e non discrezionali. In questa prospettiva organizzativa, infatti, la negoziazione si inserisce nella relazione contrattuale intermediario cliente e l'impresa di investimento esegue su base bilaterale le negoziazioni, vantando un alto grado di discrezionalità nell'eseguire l'ordine, potendo negoziare in contropartita diretta o incrociare internamente al sistema gli ordini dei vari clienti.

In tema di innovazione finanziaria, la prassi ha sperimentato i sistemi c.d. *Broker Crossing Systems (BCSs)* nei quali l'esecuzione degli ordini è fortemente

---

<sup>26</sup>Se ne ricava, quindi, che una sede di negoziazione è neutrale rispetto all'accesso nel mercato dei diversi interessi di vendita/acquisto, rispetto all'interazione tra questi interessi e rispetto all'oggetto delle negoziazioni. Pertanto, in presenza di questi requisiti, un sistema può dirsi multilaterale e neutrale, a prescindere dalla modalità di negoziazione (voce o piattaforma elettronica). Cfr. VALIANTE, *Setting the Institutional*, (nt. 25), p. 2; FRANCOITTE (et al.), *MiFID 2.0* (nt. 24), p. 117 ss.. Cfr. inoltre il Considerando 6, Regolamento MiFIR.

<sup>27</sup>Secondo i dati IOSCO, *Principles for dark trading*, cit., p. 4, questo tipo di negoziazione ha sempre caratterizzato il mercato *equity* in Europa e a livello internazionale

automatizzata, al punto da comprometterne la distinzione con i sistemi multilaterali e non discrezionali sopra descritti.

La scelta della tipologia di organizzazione delle negoziazioni è dettata dalle caratteristiche dello strumento negoziato. Le sedi di negoziazione multilaterale e non discrezionale tipicamente attraggono strumenti altamente standardizzabili; di contro, i prodotti più complessi, idonei ad incontrare esigenze personalizzate dell'investitore (c.d. *bespoke*), sono negoziati nelle sedi informali e su base bilaterale.

Il paradigma della regolamentazione europea sulle sedi di negoziazione è la realizzazione dell'integrità, efficienza e stabilità del mercato ai fini della protezione della liquidità.

L'obiettivo della MiFID I era di promuovere la competizione tra le varie sedi di negoziazione nell'obiettivo di incentivare l'innovazione, la competizione per il miglior prezzo, e l'ampiamiento della scelta per gli investitori, garantendo altresì la trasparenza e l'efficienza nella formazione del prezzo. Se, tuttavia, il sistema realizza la frammentazione della liquidità tra le varie sedi di negoziazione, consentendo altresì transazioni i cui volumi e importi non vengono comunicati al mercato, si assiste ad una diminuzione dell'efficienza nella formazione del prezzo<sup>28</sup>.

Il contenimento di questi rischi si gioca sul piano regolatorio tramite la predisposizione di regole di trasparenza *pre* e *post* negoziazione<sup>29</sup> omogenee per

---

<sup>28</sup>Così MACEY – O'HARA, *From Markets to Venues: Securities Regulation in an Evolving World*, 58 *Cornell Law Review* (2005), p. 563; GRESSE, *Multi-Market Trading and Market Quality* (2010), disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); PETRELLA, *MiFID, Reg. NMS and Competition Across Trading Venues in Europe and the USA*, 18 *Journal of Financial Regulation and Compliance* (2010), p. 257; LANNOO – VALIANTE, *The MiFID Metamorphosis and Compliance* (2010), ECMI Policy Brief No 16, disponibile su [www.ceps.eu](http://www.ceps.eu); ASSI – VALIANTE, *MiFID Implementation in the Midst of the Financial Crisis*, ECMI Research Report No 6 (2011), disponibile su [http://aei.pitt.edu/15774/1/ECMI\\_Survey\\_on\\_MiFID.pdf](http://aei.pitt.edu/15774/1/ECMI_Survey_on_MiFID.pdf); SOLTANI – MINH MAI – JERBI, *Transparency and Market Quality: An Analysis of the Effect of MiFID on Euronext* (2011), disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com);

<sup>29</sup>In argomento si segnala lo studio di FERRARINI E SAGUATO, *Reforming Securities and Derivatives Trading in the EU: From EMIR to MIFIR* (2013), 13 *Journal of Corporate Law Studies* p. 319, ove l'osservazione che la qualità e l'intensità della regolamentazione di una sede di negoziazione è strettamente correlata ai requisiti di trasparenza imposti.

le varie sedi di negoziazione e la fissazione della regola della *best execution* che impone agli intermediari di eseguire la negoziazione nella sede che garantisca il miglior risultato per l'investitore.

Quello della trasparenza, tuttavia, è un tema alquanto controverso, soprattutto per i profili attinenti all'impatto sul processo di formazione del prezzo e contestualmente sulla liquidità del mercato da intendersi come la capacità del mercato di negoziare un certo volume di strumenti finanziari senza influenzare significativamente i loro prezzi<sup>30</sup>.

Se, in vero, la condivisione tra tutti i partecipanti al mercato delle informazioni riguardanti le condizioni di acquisto o vendita di un determinato strumento finanziario è la condizione necessaria per assicurare il buon funzionamento del processo di formazione dei singoli prezzi, la comunicazione al pubblico dell'interesse alla negoziazione potrebbe comportare, soprattutto in ipotesi di ordini di grandi dimensioni, il rischio che il mercato si muova nella direzione dell'ordine, con conseguenze pesanti sull'aggiustamento del prezzo del prodotto oggetto della transazione, e così sulla liquidità del mercato in questione<sup>31</sup>.

Nell'ipotesi di mercati multilaterali non discrezionali, che non assumono una posizione di rischio sul mercato poiché si limitano a favorire l'interazione tra i vari ordini di acquisto e vendita, gli obblighi di informazione *pre-trade* non comportano rischi per il gestore del mercato. In ipotesi di negoziazioni bilaterali e *OTC*, invece, se l'intermediario negozia in contropartita diretta, il rischio è evidente e la gestione potrebbe rivelarsi antieconomica così da consigliare di non

---

<sup>30</sup>Mette conto segnalare altre due caratteristiche rilevanti del mercato finanziario: la profondità e la resilienza. La profondità di mercato sta ad indicare il volume delle transazioni. La resilienza di mercato, invece, si valuta in termini di velocità con la quale i prezzi ritornano al loro livello di equilibrio a seguito di uno shock nel flusso delle transazioni.

<sup>31</sup>Un ordine di vendita di volume ingente potrebbe portare, così, ad un abbassamento del prezzo di mercato.

comunicare la mercato le scelte degli investitori<sup>32</sup>.

Il *trade-off* tra esigenze di trasparenza e protezione della liquidità impatta, così, sulla diversa configurazione dei doveri di trasparenza nei vari mercati.

5. In relazione alla differente funzionalità dell'attività di negoziazione, il legislatore europeo, con la regolamentazione MiFID I, ha previsto tre tipologie di discipline applicabili: i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici<sup>33</sup>.

Un mercato regolamentato consiste in un "sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente [...]"<sup>34</sup>.

Di contro, un sistema che non opta per la registrazione quale mercato regolamentato, può essere qualificato come sistema multilaterale di negoziazione (MTF). Un MTF è definito come "sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti [...]"<sup>35</sup>. Il

---

<sup>32</sup>Di fatti, in cui l'intermediario assume una posizione diretta, il mercato ovviamente reagisce alle azioni del dealer; e se il dealer dà la notizia di aver assunto una posizione ancora aperta (di vendita o di acquisto) altri trader potrebbero approfittare della situazione e creare problemi di liquidità.

<sup>33</sup>In argomento si veda SEPE,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici nel recepimento della direttiva MiFID*, in DE POLI (a cura di), *La nuova normativa MiFID*, Padova, 2009, p. 122; MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, cit., p. 89 ss.; ID.,  *Mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e internalizzatori sistematici*, cit., p. 675 ss.

<sup>34</sup>Articolo 4 n. 14, MiFID 2004. Cfr. la disamina sintetica contenuta in PREECE, *Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID*, 2011, p. 7 ss., disponibile in cfapubs.org

<sup>35</sup>Articolo 4, n. 15, MiFID 2004. Una sintetica descrizione della fattispecie può essere individuata in FERRARINI – MOLONEY, *Equity Trading*, cit., p. 15 e FRANCOTTE (et al.), *MiFID 2.0*, p. 119.



servizio, che può essere fornito da una impresa di investimento o da un gestore di mercati regolamentati<sup>36</sup>, necessita di una autorizzazione<sup>37</sup>, che ha però connotati differenti rispetto a quella prevista per i mercati regolamentati. Si noti infatti che, mentre ciascun singolo mercato regolamentato deve essere soggetto ad una autorizzazione specifica, l'autorizzazione concessa in favore di un MTF consente all'impresa che lo ha ottenuto di gestire una pluralità di sedi<sup>38</sup>, trattandosi di autorizzazione alla prestazione di un servizio di investimento<sup>39</sup>. In considerazione di questa qualificazione, però alla gestione di un MTF non sono applicabili le regole di condotta, in quanto l'intermediario non negozia direttamente con l'investitore, limitandosi ad incrociare gli ordini, mentre sono applicabili le regole prudenziali previste per i soggetti vigilati e la regola della *best execution*.

Ai fini di trasparenza, gli artt. 44 e 29 MiFID I impongono ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione di rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e la profondità degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi pubblicizzati tramite i loro sistemi per le azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati. La disciplina della MiFID I di secondo livello, Reg. 1287 del 2006, prevede, agli artt.18-20, quattro differenti casi di deroghe al regime di trasparenza *pre-trade* per i sistemi gestiti da un sistema

---

<sup>36</sup>Ai sensi dell'articolo 5, comma 2°, MiFID 2004, gli Stati membri possono autorizzare una società gestore del mercato alla gestione di un MTF, a condizione che detta società rispetti i requisiti previsti per l'autorizzazione alla prestazione dei servizi di investimento, come meglio specificati al Titolo II, Capo I della direttiva MiFID 2004. Cfr. Anche il considerando 56 della direttiva. Cfr. GOMBER – PIERRON, *Mifid – Spirit and Reality*, p. 10.

<sup>37</sup>Va sottolineata, tra l'altro, l'opinione secondo la quale la componente dell'autorizzazione costituirebbe parte integrante della fattispecie "mercato regolamentato", mentre tale requisito non costituirebbe una caratteristica della fattispecie "sistema multilaterale di negoziazione". Di conseguenza, in assenza di una qualsivoglia autorizzazione, l'illecita gestione di un mercato in difetto di autorizzazione sarebbe da qualificarsi come abusiva gestione di un MTF (e quindi mai di un mercato regolamentato). Cfr. PACE, *I sistemi organizzati di negoziazione nella proposta di revisione della MiFID: un primo raffronto con le altre sedi di negoziazione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2012, I, p. 497 e MOTTI, *Tipologia e disciplina delle trading venues*, in *L'attuazione della direttiva MIFID*, a cura di FREDIANI-SANTORO, 2009, p. 43.

<sup>38</sup>Cfr. FERRARINI – MOLONEY, *Equity trading*, p. 14.

<sup>39</sup>Cfr., nella versione italiana del testo, l'articolo 1, comma 5 del Testo unico della finanza e FELICI – D'IPPOLITO, *I sistemi multilaterali di negoziazione*, in *La MiFID in Italia*, a cura di ZITIELLO, 2009, Torino, p. 771 ss.; Cfr anche LUPI, *Commento sub art. 1, co.5*, in *Il Testo unico della finanza*, a cura di FRATINI-GASPARRI, Torino, 2012, p. 45 ss.

multilaterale di negoziazione o da un mercato regolamentato, se tali sistemi soddisfano uno dei seguenti criteri: (i) devono essere basati su un metodo di negoziazione nel quale il prezzo è determinato in relazione ad un prezzo di riferimento generato da un altro sistema, quando tale prezzo di riferimento ha un'ampia diffusione ed è generalmente considerato come un prezzo di riferimento affidabile dai partecipanti al mercato; (ii) in ipotesi di operazioni concordate che soddisfino alcuni criteri<sup>40</sup>; (iii) nel caso di ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini gestito dal mercato regolamentato o dal sistema multilaterale di negoziazione in attesa della loro divulgazione al mercato; e infine (iv) se si tratta di operazioni di dimensioni elevate.

Una terza tipologia di organizzazione della funzione di negoziazione è l'internalizzatore sistematico, in cui "un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione"<sup>41</sup>. Si assiste, in pratica, all'incrocio di due servizi di investimento veri e propri, ovvero quello di negoziazione per conto proprio e quello di esecuzione di ordini dei clienti<sup>42</sup>, in conseguenza del quale l'ordine non viene trasmesso ad un mercato regolamentato ovvero ad un MTF, bensì internalizzato. L'impresa di investimento che offre il servizio è tenuta ad osservare le regole di condotta per la prestazione dei servizi di investimento.

Il legislatore, in sede di regolamentazione di secondo grado, all'art. 21 del Regolamento 1287/2006, chiarisce i requisiti dell'attività dell'internalizzatore

---

<sup>40</sup>Le due condizioni riguardano i casi in cui l'operazione i) è effettuata ai valori limite o all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione o dalle quotazioni dei market maker del mercato regolamentato o del sistema multilaterale di negoziazione che gestiscono quel sistema o, se l'azione non è negoziata in maniera continua, entro una determinata percentuale di un prezzo di riferimento adeguato, percentuale e prezzo di riferimento che sono fissati in precedenza dall'operatore del sistema ovvero ii) è soggetta a condizioni in materia di prezzo diverse dal prezzo corrente di mercato dell'azione.

<sup>41</sup>Articolo 4, n. 7, MiFID I.

<sup>42</sup>Cfr. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, p. 264; DAVIES, DUFOUR, SCOTT QUINN, *The MiFID: Competition in a new european market regulatory structure*, in FERRARINI – WYMEERSCH, *Investor Protection in Europe: Corporate Lawmaking, the MiFID and Beyond*, Oxford, 2006, p. 166.

sistematico, fondando, tuttavia, i criteri su parametri che, come si vedrà, hanno favorito l'arbitraggio normativo. Dispone, in particolare, che qualora un'impresa di investimento, nell'eseguire gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione, negozi per conto proprio, essa è considerata come un internalizzatore sistematico se soddisfa i seguenti requisiti: a) l'attività riveste un ruolo commerciale importante per l'impresa ed è condotta in base a regole e procedure non discrezionali; b) l'attività è svolta da personale, o mediante un sistema tecnico automatizzato, destinato a tale compito indipendentemente dal fatto che il personale o il sistema in questione siano utilizzati esclusivamente a tale scopo; c) l'attività è accessibile ai clienti su base regolare e continua.

L'architettura del sistema regolamentare della MiFID I così delineato riflette i compromessi raggiunti in sede politico/istituzionale europea<sup>43</sup>.

Nell'assetto regolamentare *post-MiFID I*, il *price discovery mechanism* risulta compromesso sotto due profili. Da un lato, la frammentazione degli scambi tra i vari sistemi di negoziazione compromette la liquidità delle singole sedi e, di conseguenza, incide negativamente sul processo di formazione del prezzo nella singola sede e rende complesso, per il partecipante al sistema, il consolidamento dei numerosi dati sui prezzi risultanti dalle differenti *trading venues*. Da l'altro, l'impossibilità di sintetizzare i dati relativi alle contrattazioni *dark*, rende inefficiente il meccanismo di formazione del prezzo dello strumento negoziato.

L'analisi di dati empirici sulla quantità di *dark trading* dovuto a *waiver* nelle negoziazioni RM e MTF e a negoziazioni *OTC*, effettuata durante il processo di revisione della MiFID I, ha evidenziato, in particolare, che la previsione regolamentare degli SI non ha attratto grandi volumi di negoziazioni *OTC*; si è calcolato, di fatti, che l'*equity trading* fosse pari a circa il 45 per cento dei volumi

---

<sup>43</sup>Si leggano, in proposito, le osservazioni di MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., p. 438 e KÖNDGEN – THEISSEN, *Internalization under the MiFID: Regulatory Overreaching or Landmark in Investor Protection*, in FERRARINI – WYMEERSCH, *Investor protection in Europe. Corporate Law Making, the Mifid and beyond*, 2006, p. 271 ss.

totali, di cui se solo una parte modesta (circa il 10 per cento) supportato dalle *transparency waivers*, mentre il resto ascrivibile alle negoziazioni bilaterali fuori dei mercati<sup>44</sup>.

Si ricava così che l'*equity market trading*, dopo la MiFID I, si è frammentato tra le diverse sedi di negoziazione, formali e OTC, *dark* e *lit*.

La valutazione dell'impatto sul processo di formazione del prezzo della frammentazione della liquidità tra *trading venue* e dell'esistenza di un volume consistente di scambio OTC, tuttavia, non è stato univoco<sup>45</sup>.

6. Il processo di revisione, previsto già dall'art. 65 MiFID I, è stato sostenuto dal dibattito congiunto della Commissione e del Parlamento europeo unitamente al CESR<sup>46</sup>, centrato sull'evidenza che la frammentazione del mercato aveva reso il sistema delle negoziazioni più complesso e opaco, in particolare per ciò che attiene alla distribuzione delle informazioni. La classificazione tra sedi di negoziazioni, poi, aveva mostrato alcune fragilità che non consentivano un *level playing field* in presenza di sistemi organizzativi con funzionalità omogenee, lasciando in vero spazio ad arbitraggi regolamentari. Di fatti, il sistema consentiva lo scambio degli strumenti *equity OTC* ovvero attraverso i sistemi *BCS*, aggirando così la regolamentazione propria dei mercati regolamentati e dei sistemi multilaterali di negoziazione in materia di trasparenza.

---

<sup>44</sup>Per questi dati si rinvia a MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., p. 443.

<sup>45</sup>In argomento, per l'opinione che la frammentazione ha impattato sulla qualità del prezzo, spingendo altresì l'investitori a ridurre gli orizzonti temporali di investimento, GRESSE, *Multi-Market Trading and Market Quality* (2010), disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com); *contra* SOLTANI – MINH MAI – JERBI, *Transparency and Market WQuality: An Analysis of the Effect of MiFID on Euronext* (2011), disponibile su [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Per l'osservazione che le negoziazioni che avvengono fuori dal mercato possono, in vero, presentare dei benefici per gli investitori da valutarsi nei termini di protezione da oscillazioni del prezzo nel corso dell'esecuzione dell'ordine e possono comportare un risparmio dei costi v. il documento IOSCO, *Securities Markets Risk Outlook*, 2013-2014 (2013).

<sup>46</sup>In particolare si vedano i seguenti documenti: EUROPEAN PARLIAMENT, *Resolution on the Regulation of Trading in Financial Instruments*, 14 December 2010; COMMISSION, *Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments Directive* (2010) e CESR, *Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review, Equity Markets* (29 July 2010).

La Commissione Europea, nel documento del 2011 *MiFID II/MiFIR Impact Assessment*, ha proposto un censimento delle sedi di negoziazioni esistenti nel mercato europeo, identificando 231 sedi, di cui 139 MTF e 92 mercati regolamentati, oltre a 12 internalizzatori sistematici.

Per minimizzare l'arbitraggio normativo, la Commissione propose l'introduzione di una nuova sede di negoziazione, *OTF*, con l'obiettivo di attrarre nella cornice regolamentare tutte le forme di negoziazione *OTC*. La nuova forma organizzativa degli scambi, se condivide con i *RM* e gli *MTF* la caratteristica della neutralità, si differenzia da queste ultime *venues* per il grado di discrezionalità con cui possono essere eseguiti gli ordini, potendo l'*OTF* controllare l'accesso al sistema e veicolare gli ordini ad altre sedi, sebbene sia impedita, all'intermediario che gestisce l'*OTF*, una negoziazione in contropartita diretta.

Il Parlamento europeo, di contro, nel documento, adottato nell'ottobre del 2012, sulla *Resolution on the MiFIR Proposal*, sottolineò l'esigenza di restringere l'ambito di operatività dei sistemi *OTC* ai soli strumenti non-*equity* (obbligazioni, prodotti strutturati, certificati di emissione e derivati) ma, contestualmente, nell'obiettivo di restringere il mercato delle negoziazioni *equity OTC*, propose l'introduzione di una *trading obligation* nelle sedi regolamentate, quali *RM*, *MTF* o *SI*, consentendo, in vece, gli scambi fuori delle sedi di negoziazione nei soli casi in cui la transazione, su vasta scala, fosse *ad hoc*, irregolare e tra controparti qualificate o clienti professionali.

Con la MIFID II il legislatore europeo mira a ridurre gli scambi di strumenti rappresentativi di capitale *OTC*, riconducendoli nelle sedi di negoziazione regolamentate, soggette a obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione<sup>47</sup> e a ridurre gli spazi di arbitraggio normativo. Per garantire che un maggior numero di

---

<sup>47</sup>In questo senso si veda il *considerando* 10 della MiFIR, secondo cui «Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente tra sparente, sia pre- che post negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati.

negoziazioni abbia luogo in sedi di negoziazione regolamentate e su internalizzatori sistematici, il legislatore introduce, all'art. 23 MiFIR, per le imprese di investimento, anche per le transazioni che effettua, per conto proprio o in esecuzione del cliente, su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziate in una sede di negoziazione un obbligo di negoziazione in un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o su un internalizzatore sistematico. La *trading obligation*<sup>48</sup> appare, forse, come una (ancorché debole) eco della regola della *concentration rule pre* - MiFID I<sup>49</sup>.

E' possibile derogare all'obbligo di negoziazione sulle sedi regolamentate se le transazioni sono a) non sistematiche, ad hoc, irregolari e saltuarie; o b) sono effettuate tra controparti qualificate e/o professionali e non contribuiscono al processo di formazione del prezzo.

Nell'ipotesi in cui, ai sensi del comma 2 dell'art. 23 MiFIR, un'impresa di investimento gestisce un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su strumenti finanziari rappresentativi di capitale su base multilaterale deve assicurarsi di possedere l'autorizzazione come sistema multilaterale di negoziazione.

A tal fine, è prevista la competenza dell'ESMA riguardo alla elaborazione di progetti di norme tecniche di regolamentazione per individuare le particolari caratteristiche delle operazioni su azioni che non contribuiscono al processo di formazione del prezzo, tenendo conto dei seguenti casi: a) transazioni relative a liquidità non utilizzabile; o b) quando lo scambio di tali strumenti finanziari è determinato da fattori diversi dal loro prezzo corrente di mercato

La prospettiva è fortemente dirigista.

In una prospettiva di frammentazione delle transazioni nelle varie sedi di negoziazione, un ruolo centrale a protezione dell'investitore gioca la regola della *best execution*, di cui all'art. 27 delle MiFID II, che impone alle imprese di

---

<sup>48</sup>Così *considerando* 11 della MiFIR.

<sup>49</sup>L'espressione è di MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 468.

investimento di adottare misure sufficienti per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni e della natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. In particolare con la nuova disciplina si introduce l'obbligo per ciascuna sede di negoziazione o internalizzatore sistematico di mettere a disposizione del pubblico, senza oneri, i dati relativi alla qualità dell'esecuzione delle operazioni in tale sede con frequenza almeno annuale e che, in seguito all'esecuzione di una transazione per conto di un cliente, l'impresa d'investimento comunichi a quest'ultimo in quale sede è avvenuta l'esecuzione dell'ordine. Occorre, in particolare, che le relazioni periodiche comprendano, ai sensi dell'art. 27, co. 3, MiFID II, i dati sul prezzo, i costi, la velocità e la probabilità dell'esecuzione per singoli strumenti finanziari.

Nel nuovo contesto regolamentare, poi, la regola della *best execution* diviene una funzione specifica di un processo più che un semplice parametro di riferimento riguardo al prezzo<sup>50</sup>. La regola *de qua* è, di fatti, (i) inserita all'interno delle nuove norme che riguardano il divieto di remunerazione e di incentivi in conflitto con gli interessi del cliente, e (ii) si impone un riscontro sulla effettività delle misure adottate. L'art. 27, co. 2, MiFID II, allora, impone che le imprese di investimento non percepiscano remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini verso una particolare sede di negoziazione o di esecuzione, che violino le norme sui conflitti di interesse o sugli incentivi; i comma 4 e 5, in vece, impongono agli intermediari di definire ed attuare una strategia di esecuzione degli ordini che consenta loro di ottenere, per gli ordini del loro cliente, il miglior risultato possibile. In particolare, la strategia di esecuzione degli ordini dovrà specificare, per ciascuna categoria di strumenti finanziari, le informazioni circa le varie sedi nelle quali l'impresa di investimento esegue gli ordini dei suoi clienti e i fattori che influenzano la scelta della sede di esecuzione,

---

<sup>50</sup>L'osservazione è di MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, cit., p. 520 s.

precisando almeno le sedi che permettono all'impresa di investimento di ottenere in modo duraturo il miglior risultato possibile per l'esecuzione degli ordini del cliente.

Al fine di rafforzare la *trading obligation*, poi, è disposto che l'impresa di investimento informi i clienti qualora la strategia di esecuzione degli ordini preveda che gli ordini dei clienti possano essere eseguiti al di fuori di una sede di negoziazione (così art. 27, co. 5, MiFID II).

In particolare è disposto che le imprese di investimento ottengano il consenso preliminare esplicito dei loro clienti, formulato sotto forma di accordo generale o in relazione alle singole operazioni, prima di procedere all'esecuzione degli ordini al di fuori di una sede di negoziazione.

7. La regolamentazione MiFID II/MiFIR in tema di internalizzatori sistematici mira a restringere le possibilità di arbitraggio normativo che la disciplina MiFID I presentava, operando su due fronti. Da un lato, centrando la definizione su criteri prettamente qualitativi di definizione della fattispecie; da l'altro, definendo più chiaramente la funzionalità di questa tipologia di organizzazione delle transazioni cui è ancorata una disciplina meno intensa, quanto ai requisiti di trasparenza, rispetto alle altre sedi di negoziazione.

La disciplina dell'internalizzatore sistematico si applica, di fatti, quando un'impresa di investimento in modo organizzato, frequente, sistematico e sostanziale negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato, di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione senza gestire un sistema multilaterale.

Il requisito della negoziazione su base "frequente e sistematica" si misura in base al numero di transazioni fuori listino (OTC) su strumenti finanziari effettuate dall'impresa di investimento per proprio conto mediante esecuzione degli ordini dei clienti; l'attributo "sostanziale" si misura sia per dimensioni delle negoziazioni OTC effettuate dall'impresa di investimento in relazione al totale delle



negoziazioni dell'impresa di investimento sullo strumento finanziario specifico, oppure per dimensioni delle negoziazioni OTC svolta dall'impresa di investimento in relazione al totale delle negoziazioni nell'Unione sullo strumento finanziario specifico. La definizione di internalizzatore sistematico si applica solamente quando sono superati i limiti prefissati in relazione al modo frequente e sistematico e al modo sostanziale o quando un'impresa di investimento sceglie di partecipare al regime degli internalizzatori sistematici.

Quanto al secondo aspetto, operando l'internalizzatore sistematico su base bilaterale e essendo soggetto a disciplina meno intensa rispetto ai RM e MTF, non è consentito di far incontrare gli interessi di acquisto e vendita di terzi. Sicché una piattaforma con negoziatore unico, in cui la negoziazione avviene sempre a fronte di un'unica impresa di investimento, dovrebbe essere considerata un internalizzatore sistematico se rispetta gli obblighi di cui al regolamento MiFIR; mentre, una piattaforma multi-negoziatore, con numerosi negoziatori che interagiscono per il medesimo strumento finanziario, non è considerata un internalizzatore sistematico, ma un MTF<sup>51</sup>.

8. Con la MiFIR viene operata una armonizzazione della disciplina sugli obblighi di trasparenza *pre* – negoziazione degli strumenti rappresentativi di capitale, imposti nella MiFID I solamente in ipotesi di azioni ammesse alla negoziazione sui mercati regolamentati<sup>52</sup>.

In particolare, viene disposto che i gestori del mercato e le imprese di investimento che gestiscono una sede di negoziazione rendano pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore degli interessi di negoziazione espressi a tali prezzi che sono pubblicizzati tramite i loro sistemi per gli strumenti finanziari rappresentativi di capitale negoziati in una sede di negoziazione (art. 3.1 MiFIR). L'obbligo di trasparenza si estende anche alle indicazioni di interesse alla

---

<sup>51</sup>Così il *considerando* 20 della MiFIR.

<sup>52</sup>Così dispone l'art. 44 e 29 MiFID I, rispettivamente per i gestori del mercato regolamentato e per le imprese di investimento che gestiscono un MTFs.

negoziazione<sup>53</sup>.

In riferimento alle *dark pools* consentite dal sistema di deroghe alla disciplina della trasparenza *pre-trade*, con la MiFID II/MiFIR si assiste, ad una prima lettura delle norme, ad un inasprimento della disciplina, sebbene un giudizio compiuto sulla materia potrà essere dato solo dopo che i *Regulatory Technical Standards* redatti dall'ESMA saranno recepiti in termini di regolamentazione di secondo livello. Da sottolineare come, nel passaggio alla nuova disciplina, risulti accentuata la competenza dell'ESMA sulla vigilanza regolamentare in materia.

Quanto alla prima tipologia di deroga, c.d. *reference price waiver*, la nuova disciplina da un lato prevede che debba essere collegata ai sistemi di abbinamento di ordini basati su un metodo di negoziazione nel quale il prezzo dello strumento è derivato dalla sede di negoziazione nella quale tale strumento finanziario è stato ammesso alla negoziazione per la prima volta o dal mercato più rilevante in termini di liquidità, laddove il prezzo di riferimento sia di ampia diffusione e considerato attendibile dai partecipanti al mercato (così l'art. 4.1.a MiFIR). Da l'altro, al fine di non compromettere indebitamente la formazione dei prezzi, impone, nell'art. 5 MiFIR, delle restrizioni alla possibilità di usufruire delle deroghe ai requisiti di trasparenza *pre-trade*, da calcolarsi in termini di due modi: a) in base al volume totale delle negoziazioni dello strumento finanziario in questione in tutte le sedi di negoziazione dell'Unione nell'arco dei dodici mesi precedenti (la percentuale delle negoziazioni di uno strumento finanziario effettuate in una sede di negoziazione che beneficiano di tali deroghe devono limitarsi al 4 %); b) in base al volume totale delle negoziazioni dello strumento finanziario in questione in tutte le sedi di negoziazione dell'Unione nell'arco dei dodici mesi precedenti (le negoziazioni globali a livello di Unione di uno strumento finanziario che beneficiano di tali deroghe devono rientrare nell'8 %).

---

<sup>53</sup>Ai sensi dell'art. 2. 1. 33 MiFIR con l'espressione «indicazione eseguibile di interesse alla negoziazione»: si indica un «messaggio relativo alla presenza di un interesse a negoziare, inviato da un membro o partecipante a un altro nell'ambito di un sistema di negoziazione, contenente tutte le informazioni necessarie per concludere un'operazione».

Analogo inasprimento della disciplina si trova in riferimento al secondo tipo di deroghe alla trasparenza, quelle c.d. *negotiated trade waivers*, di cui all'art. 4, comma 1, lett. b., che, nei limiti previsti in riferimento al *reference price waiver*, consente alle autorità nazionali competenti di esonerare dalla pubblicazione dei dati quei sistemi che formalizzano operazioni concordate le quali sono "effettuate all'interno dello spread corrente ponderato per il volume risultante dal book di negoziazione o dalle quotazioni dei market maker della sede di negoziazione che gestisce quel sistema", ovvero "si riferiscono ad azioni, certificati di deposito, fondi indicizzati quotati, certificati e altri strumenti finanziari analoghi illiquidi che non rientrano nella nozione di mercato liquido e che sono negoziati entro una determinata percentuale di un prezzo appropriato di riferimento, dove la percentuale e il prezzo di riferimento sono fissati in precedenza dal gestore del sistema". La deroga per le operazioni concordate di strumenti finanziari illiquidi è una novità rispetto alla MiFID I e si fonda sulla nozione di mercato liquido, di cui all'art. 2, co. 1, n. 17, lett. b), MiFIR, che si articola sui parametri quali il flottante, il numero medio di operazioni e il controvalore medio giornaliero degli scambi degli strumenti finanziari.

Non risultano cambiamenti rispetto alla disciplina precedente, invece, in relazione alle deroghe relative agli ordini di dimensioni elevate rispetto alle normali dimensioni di mercato e quelle relative agli ordini conservati in un sistema di gestione degli ordini della sede di negoziazione in attesa di divulgazione [MiFIR art. 4, co. 1, lett. c) e lett. d)].

Con particolare riferimento agli internalizzatori sistematici, poi, la disciplina di cui all'art. 14, co. 1 MiFIR impone, al fine di evitare che le oscillazioni avvengano a danno delle posizioni proprie dell'impresa di investimento, obblighi di trasparenza solo in ipotesi di un mercato liquido. In particolare, le imprese di investimento rendono pubbliche le quotazioni irrevocabili per gli strumenti *equity* negoziati in una sede di negoziazione per i quali essi sono gli internalizzatori sistematici e per i quali esiste un mercato liquido; qualora non esista un mercato

liquido per gli strumenti finanziari, gli internalizzatori sistematici, ai sensi del secondo comma dell'art. 14, comunicano su richiesta le quotazioni alla clientela.

A protezione della posizione degli internalizzatori sistematici, il regime di trasparenza *pre* negoziazione si applica solo quando vengono negoziati quantitativi fino alla dimensione standard del mercato.; di contro, ai sensi dell'art. 14, co. 2 MiFIR, non sono soggetti a tale disciplina gli internalizzatori sistematici quando negoziano in quantitativi superiori alla dimensione standard del mercato. Ancora una volta, la disciplina innova rispetto alla MiFID I, ancorando i riferimenti legislativi a parametri quantitativi certi. Di fatti, in virtù del comma 3, sebbene gli internalizzatori sistematici possano decidere il quantitativo o i quantitativi di riferimento delle proprie quotazioni, la dimensione minima della quotazione è pari ad almeno il 10 % della dimensione standard del mercato dello strumento finanziario *equity* analogo negoziato in una sede di negoziazione. Sicchè, per strumento finanziario negoziato in una sede di negoziazione, ciascuna quotazione include un prezzo o prezzi irrevocabili di acquisto e di vendita per un quantitativo o per quantitativi fino alla dimensione standard del mercato per la categoria di strumenti finanziari analoghi alla quale lo strumento finanziario appartiene. Il prezzo o i prezzi riflettono le condizioni prevalenti di mercato per lo strumento in questione.

A protezione della posizione dell'impresa di investimento che opera come internalizzatore sistematico, in ipotesi di esecuzioni di ordini in presenza di condizioni eccezionali del mercato è possibile deviare dalle quotazioni ufficiali, riservando all'ESMA la competenza a valutare le condotte, anche a mezzo di *RTSs*.

9. Queste le conclusioni cui si giunge.

La regolamentazione MiFID I, nella prospettiva di incentivare la competizione nel mercato finanziario, superando la regola della concentrazione con l'introduzione di differenti *trading venues*, era strutturata in modo (i) da assicurare una omogenea disciplina regolamentare alle forme di organizzazione

dell'attività di negoziazione funzionalmente omogenee, e (ii) consentire le transazioni *OTC*, legittimate vuoi dalla disciplina delle esenzioni al regime di trasparenza *pre*-negoziazione per i mercati regolamentati e i sistemi multilaterali di negoziazione, vuoi dalla possibilità di elusione della disciplina dell'internalizzatore sistematico. In quella sede il legislatore mostrava di far affidamento sui meccanismi della concorrenza per ampliare le scelte degli investitori, riservando alla relazione contrattuale intermediario cliente la tutela in ipotesi di transazioni effettuate *OTC*.

Con la MIFID II il legislatore europeo mostra un radicale cambio di prospettiva di regolamentazione del mercato finanziario, improntato ad un approccio decisamente paternalistico/dirigista, che restringe lo spazio di autonomia delle imprese di investimento, ancorando le regole di condotta a canoni più stringenti. In particolare, si mira a ridurre gli scambi di strumenti rappresentativi di capitale *OTC*, riconducendoli nelle sedi di negoziazione regolamentate soggette a obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione<sup>54</sup> e a limitare gli spazi di arbitraggio normativo, fissando parametri quantitativi difficilmente eludibili per attrarre alla disciplina dell'internalizzatore sistematico gli scambi *OTC*.

Per garantire che un maggior numero di negoziazioni abbia luogo in sedi di negoziazione regolamentate e su internalizzatori sistematici, poi, il legislatore introduce per le imprese di investimento, anche per le transazioni effettuate, per conto proprio o in esecuzione del cliente, su azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato o negoziate in una sede di negoziazione un obbligo di negoziazione in un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o su un internalizzatore sistematico. La *trading obligation*<sup>55</sup> appare,

---

<sup>54</sup>In questo senso si veda il *considerando* 10 della MiFIR, secondo cui « Occorre che la totalità delle negoziazioni organizzate sia condotta in sedi regolamentate e sia interamente trasparente, sia pre- che post negoziazione. È dunque opportuno applicare requisiti di trasparenza adeguatamente calibrati a qualsiasi tipo di sedi di negoziazione e alla totalità degli strumenti ivi finanziari negoziati.

<sup>55</sup>Così *considerando* 11 della MiFIR.

forse, come una (ancorché debole) eco della regola della *concentration rule* pre-MiFID I<sup>56</sup>.

L'assetto regolatorio finale risulta, così, marcatamente dirigista, lontano dalla meccanismi di deregolamentazione fondati sulla logica dell'efficienza del mercato dei capitale. Suonano così quanto mai attuali le osservazioni del grande Maestro Gustavo Minervini secondo cui stiamo passando da un sistema «fondato sulla trasparenza e sulla auto-tutela, che esige negli individui vitalità, attitudine selettiva, spirito di iniziativa» a un sistema «paternalistico di etero-tutela, di assistenza generalizzata»<sup>57</sup>.

## Paola Lucantoni

*Ricercatore confermato di diritto dell'economia  
presso l'Università di Roma Tor Vergata*

---

<sup>56</sup>L'espressione è di MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, p. 468.

<sup>57</sup>Così MINERVINI, *Il controllo del mercato finanziario. L'alluvione delle leggi.*, in *Giur. comm.*, 1992, I, p. 5. In argomento si veda ROSSI, *Trasparenza e vergogna. Le società e la borsa*, Milano, 1982, p. 140 ss. e p. 174 ss., ove l'osservazione che la l. 216 del 1974, n. 216, è «un elogio allo scetticismo» in relazione ai due contrapposti orientamenti che manifesta di accogliere: la «filosofia della trasparenza» e la giustapposta «filosofia della supervisione burocratica».

## **IL NUOVO CODICE DI CONDOTTA IOSCO IN MATERIA DI AGENZIE DI RATING: LA PARABOLA DELLA DISCIPLINA DI TRASPARENZA\*.**

*(The new IOSCO Code of Conduct Fundamentals For Credit Rating  
Agencies: the parable of transparency rules)*

**ABSTRACT:** *The IOSCO statement of principles regarding the activities of CRA enacted in 2003 and the consequent Code of Conduct Fundamental enacted in 2004 were the first, and for many years, the sole regulation on credit rating agencies (CRA)'s activity in the international markets.*

*Confidence in the CRA's reputational capital as an efficient and sufficient incentive for the issuance of independent "opinions" was the principal motivation underlying the regulatory exemption that benefited CRA, worldwide, for decades. Also considering the "international" dimensions of CRAs and their activities and the market's high degree of concentration, it was believed, essentially, that the rating industry had the power to self-regulate itself and that hard law instruments were not necessary.*

*After the introduction of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals and following the Enron scandal in the US a question arose on whether there was a need to transform in law the existing procedure for the recognition of CRA as Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) and to associate to it some form of supervision on the activities of CRA. Meanwhile, in the EU, the legislative dilemma was to require by law the adoption of the IOSCO CRA Code or wait and see the voluntary adherence to the rules set out in the Code by CRAs and the subsequent effects.*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*In both cases, however, the pivotal role of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals had been remarked by the fact that its principles had been an inspiration and the base of the first CRA regulations adopted both in US - with the Credit Rating Agency Reform Act of 2006 - and in the UE - with Regulation(EC) n. 1060/2009.*

*The revision of IOSCO Code of Conduct Fundamentals enacted in 2008 was the first answer to the issues emerging from financial crisis of 2007, in particular with reference to structured finance instruments; in that respect, the Code became the benchmark for both the regulatory amendments in Us regulation (adopted with the Dodd – Frank Wall Street Reform) and EU (adopted with Regulation (UE) n. 462/2013).*

*Further modifications to the Code had been enacted in 2015: but the reasons underlying the latest reform appears to be different from those that led to previous reforms. Indeed, the latest review was appears to have been implemented to design a Code that could both work in harmony with existing CRA regulations and at the same time that remain an international standard for CRA self-governance.*

*In light the recent expansion of hard law instruments, it seems that the Code of Conduct shifted from being an instrument to “lead” legislative change and CRA self-regulation, to an instrument which summarizes best practises and legal innovations enacted at a national level.. The paper analyses how this change of perspective affected the Code and the relative rules of Conduct, with specific regard to the transparency rules .*

**SOMMARIO:** 1. I principi e il Codice dei Fondamentali di Condotta IOSCO del 2004: obiettivi, sistematica, destinatari e impatto sulla regolamentazione US/UE. - 2. Il Codice IOSCO del 2008: trasparenza e *rating* dei prodotti strutturati. - 3. L’influenza del Codice revisionato sulle *rules* SEC. - 4. Il Codice IOSCO revisionato *benchmark* del Regolamento (CE) 1060/2009. - 5. Il Codice IOSCO del 2015: quale disciplina di trasparenza? - 6. Conclusioni.



1. Nel lontano 2003 la IOSCO ha pubblicato una serie di principi relativi all'attività delle agenzie di *rating*<sup>1</sup>.

Il contesto in cui si inserisce l'emanazione di tali principi era quello conseguente allo scandalo Enron, alle connesse inchieste governative<sup>2</sup> e al dibattito da queste scatenato sul ruolo avuto dalle agenzie di *rating* nel collasso della società<sup>3</sup>: stava maturando la consapevolezza sull'importanza e sull'influenza del *rating* sui mercati finanziari, ma si riponeva ancora fiducia nel capitale reputazionale delle agenzie stesse quale incentivo efficiente e sufficiente ai fini dell'emissione di valutazioni indipendenti e di qualità.

I principi della IOSCO volevano quindi essere uno strumento utile per i regolatori che avessero voluto recepirli nei loro sistemi normativi nonché per le agenzie di *rating* che avessero voluto applicarli, riportandoli nei propri codici di condotta, al fine di migliorare la protezione degli investitori e l'efficienza, la correttezza e la trasparenza dei mercati finanziari.

Nelle parole della IOSCO stessa, si trattava di "*state high-level objectives*<sup>4</sup>". La scelta su come rendere efficaci tali principi era rimessa alle singole giurisdizioni nazionali, ipotizzando al tempo la IOSCO che "[...], *mechanisms for implementing the principles may take the form of any combination of: government regulation; regulation imposed by non-government*

---

<sup>1</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Statement of principles regarding the activities of credit rating agencies, 25 september 2003* disponibile su

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

<sup>2</sup>A gennaio 2002 il *Senate Committee on Governmental Affairs* diede inizio a un'inchiesta sul collasso della *Enron*; seguì a marzo dello stesso anno un'audizione intitolata *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings before the Senate Committee on Governmental Affairs, 107th Cong. 471 (March 20, 2002)* (disponibile su <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-107shrg79888/pdf/CHRG-107shrg79888.pdf>) finalizzata ad evidenziare il ruolo delle agenzie di *rating* nel collasso Enron.

Successivamente ad ottobre fu diffuso il *report Financial Oversight of Enron: The Sec and The Private Sector Watchdogs*, (disponibile su

<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>) il quale conteneva una specifica sezione dedicata alle agenzie di *rating*.

<sup>3</sup>Fra tanti, Cfr. COFFEE JR., *Understanding Enron: It's about gatekeeper, stupid in Columbia Law School Working Paper n. 207, 2002* disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=325240>.

<sup>4</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Cit. 25 september 2003* p. 1.

*statutory regulators; industry codes; and, internal rating agency policies and procedures” e proponendo “[...] to await future consideration of these alternatives in the major jurisdiction [...] before considering its preferred method of implementation”.*

La trasparenza dell'attività di *rating* era individuata nei principi IOSCO come uno degli obiettivi che le agenzie di *rating* devono perseguire (principio n. 3).

Tale principio era declinato in cinque sotto principi afferenti rispettivamente alla *disclosure* dei giudizi di *rating* (3.1 e 3.2), alla trasparenza di procedure e metodologie utilizzate dall'agenzia (3.3), alla pubblicazione delle *performance storiche* dei *rating* (3.4) nonché alla identificazione del *rating* non sollecitato come tale (3.5).

Afferivano *lato sensu* alla trasparenza anche alcuni sotto-principii dettati in materia di indipendenza delle agenzie di *rating* e relativi alla *disclosure* dei conflitti d'interesse capaci di influenzare le decisioni di *rating* (2.1) e alla *disclosure* degli accordi di remunerazione con le entità valutate (2.6).

A dicembre 2004 la IOSCO pubblicava il primo Codice dei Fondamentali di Condotta per le agenzie di *rating* del credito, contenente le “*misure pratiche*” per l'implementazione degli obiettivi indicati nei Principi<sup>5</sup>.

Il Codice di Condotta, secondo la IOSCO<sup>6</sup>:

- costituiva un *set* minimo di norme di condotta che le agenzie di *rating* avrebbero potuto includere nei propri codici adattandolo allo specifico contesto legale e di mercato; il codice era quindi “*not all-inclusive*”;
- comprendeva solo quelle norme che, secondo la IOSCO, servivano ad assicurare che i Principi fossero correttamente implementati; le singole agenzie potevano aggiungere nei propri codici di condotta le norme che

---

<sup>5</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Code of conduct Fundamentals for credit rating agencies, December 2004* disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>. In merito FERRI – LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, 2009, Bologna, p. 179.

<sup>6</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Cit. 2004*, p. 2.

avessero ritenuto necessarie a tali fini;

- si basava sul principio *complain or explain*, cedendo il passo rispetto alle leggi e regolamentazioni eventualmente emanate nelle diverse giurisdizioni.

Dal punto di vista sistematico il Codice di Condotta del 2004 si articolava in una parte generale contenente le definizioni di *rating*<sup>7</sup> e di agenzia di *rating*<sup>8</sup>, in tre sezioni corrispondenti ai Principi e in una quarta sezione dedicata alla *disclosure* dei codici di condotta delle singole agenzie.

Alla trasparenza era dedicata la sezione numero 3 rubricata “*responsabilità delle agenzie di rating del credito nei confronti del pubblico degli investitori e degli emittenti*”, contenente due sotto sezioni, di cui una dedicata alla trasparenza e alla *disclosure* dei *rating* e l'altra relativa al trattamento delle informazioni confidenziali fornite dall'emittente.

Si dava così atto del *continuum* logico esistente tra la trasparenza dell'attività delle agenzie e delle relative valutazioni e la riservatezza delle informazioni non pubbliche fornite dall'emittente e utilizzate dall'agenzia per il *rating*.

Al fine di fornire agli investitori informazioni sufficienti a prendere decisioni di investimento consapevoli e di incoraggiare gli emittenti a condividere con l'agenzia le informazioni necessarie ad emettere il *rating*, all'agenzia veniva richiesto di rendere pubbliche le informazioni ad essa relative e quelle pertinenti il *rating*, compresi gli elementi principali alla base di esso, e al tempo stesso di proteggere dalla diffusione le informazioni confidenziali, conosciute per effetto dell'attività e comunicate dagli emittenti, utilizzandole

---

<sup>7</sup> “[...] the term CRA refers to those entities whose business is the issuance of credit ratings for the purposes of evaluating the credit risk of issuers or debt and debt-like securities”.

<sup>8</sup> “a “credit rating” is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system. [...] credit ratings are not recommendations to purchase or sell any security”.

solo ai fini del *rating*.

Coerentemente con i Principi, disposizioni di trasparenza erano contenute anche in altre sezioni e precisamente in quella relativa ai conflitti d'interesse (n. 2) nonché in quella relativa ai codici di condotta delle singole agenzie di *rating* e alla loro *compliance* con il Codice IOSCO (n. 4). La *disclosure* sul codice di condotta della singola agenzia, sulla sua *compliance* con il Codice IOSCO e sulle soluzioni adottate per raggiungere gli obiettivi dei indicati dai Principi, costituiva attuazione del principio *complain or explain*, ed era finalizzata ad aumentare le capacità di valutazione dell'agenzia da parte dei partecipanti al mercato e dei legislatori.

Dal punto di vista dell'oggetto, schematizzandole, le varie disposizioni di trasparenza previste nel Codice IOSCO riguardavano essenzialmente: *rating* e politiche di distribuzione di essi (3.1 – 3.4 e 3.6), con disposizioni specifiche per i *rating* non sollecitati, relative *policy* e procedure (3.9), procedure, metodologie e assunzioni del *rating* (3.5/3.10), *performance* storiche (3.8), codice di condotta dell'agenzia (4.1)<sup>9</sup>.

Utilizzando *mutatis mutandis* le categorie proprie degli obblighi di informazione degli emittenti, le disposizioni di trasparenza del Codice IOSCO prevedevano:

- i) informazioni da rendere pubbliche al verificarsi di specifici eventi,
- ii) informazioni da rendere note al pubblico su base continua,
- iii) informazioni periodiche.

Era previsto anche un obbligo di informativa preventiva nei confronti degli emittenti, controparti contrattuali delle agenzie nel modello largamente più diffuso cd. "*issuer – pays*" (3.7), con la finalità ultima di assicurare che i *rating* diffusi, e le ipotesi alla base degli stessi, fossero il più possibile accurati e

---

<sup>9</sup>Lo spazio a disposizione non consente di approfondire gli obblighi di trasparenza relativi a conflitti d'interesse e accordi di remunerazione con le entità valutate (2.6-2.8).

completi<sup>10</sup>.

In sintesi il Codice IOSCO del 2004 prevedeva quanto ai *rating* che la CRA rendesse pubbliche le proprie *policy* per distribuire *rating*, *report* e aggiornamenti (3.2); distribuisse secondo un criterio temporale le proprie decisioni di *rating* (3.1); indicasse con riferimento a ciascun *rating* la partecipazione o meno dell'emittente al processo di *rating* (3.8); fatta eccezione per i *rating* privati forniti solo all'emittente, rendesse pubblici su base non selettiva e senza oneri i *rating* riguardanti strumenti finanziari o emittenti, come pure la decisione di non emetterli più, laddove l'azione di *rating* fosse stata basata in tutto o in parte su informazioni non pubbliche (3.4); in occasione dell'emissione o della revisione del *rating*, spiegasse nei comunicati stampa e nei *report* i principali elementi alla base delle proprie opinioni (3.5).

Le agenzie di *rating* dovevano poi rendere note al pubblico informazioni "sufficienti" inerenti metodologie, procedure e assunzioni, e tra queste almeno il significato di ogni categoria di *rating*, la definizione di *default* o *recovery* e l'orizzonte temporale utilizzato per le decisioni di *rating*, al fine di permettere ai soggetti terzi di comprendere come l'agenzia avesse determinato la sua opinione (3.4).

Inoltre, le agenzie di *rating* dovevano rendere pubblica in maniera completa ogni modifica delle metodologie e delle pratiche significative, delle procedure e dei processi. La pubblicazione delle modifiche doveva avvenire, se possibile ed opportuno, prima della relativa applicazione, fermo restando che, prima di procedere in tal senso, la IOSCO invitava le agenzie a considerare con attenzione i vari usi del *rating* (3.9) e l'affidamento riposto dagli utilizzatori sulle metodologie già esistenti e conosciute.

---

<sup>10</sup>Era stabilito un obbligo di informativa, "se possibile e appropriato" previa all'emissione del *rating* ovvero alla sua modifica, in merito alle informazioni critiche e alle principali considerazioni alla base del *rating*, al fine di permettere al soggetto interessato di chiarire ogni eventuale errata percezione dei fatti da parte dell'agenzia e conseguentemente a quest'ultima di valutarne le risposte.

L'informativa inerente la *performance* storica dei *rating* si componeva di una relativa ai tassi di inadempimento delle diverse categorie di *rating*, e di una relativa agli eventuali mutamenti nel tempo di tali tassi (3.7), e aveva la funzione dichiarata di permettere la verifica da parti dei terzi di tale *performance* e la comparazione tra le diverse agenzie.

Quanto al codice di condotta interno dell'agenzia, ne era prevista la pubblicazione, unitamente alla descrizione della *compliance* dello stesso con i Principi e con il Codice IOSCO. In applicazione del principio c.d. *complain or explain*, in caso di deroghe delle disposizioni del codice di condotta interno rispetto a Principi e Codice IOSCO, era richiesta alle agenzie di *rating* la pubblicazione della spiegazione delle differenziazioni e delle relative motivazioni e dei modi in cui queste erano comunque *compliance* con gli obiettivi IOSCO<sup>11</sup>.

Parallelamente all'emanazione dei Principi e del Codice IOSCO, negli Stati Uniti si svolgeva il dibattito che avrebbe portato all'emanazione della prima cogente disciplina delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) ovvero il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) del 2006.

I Principi e il Codice IOSCO erano richiamati nei documenti della SEC diffusi precedenti l'emanazione del CRARA e che questo avevano ispirato<sup>12</sup>.

Il CRARA, finalizzato *"to improve ratings quality for the protection of investors and in the public interest by fostering accountability transparency and competition in the credit rating agency industry"*, si incentrava sulla definizione di NRSRO e sulla disciplina delle procedure e degli adempimenti necessari ai fini del riconoscimento di un'agenzia di *rating* come tale; infatti, definizione,

---

<sup>11</sup> Alle agenzie di *rating* era in ogni caso richiesta una descrizione dei meccanismi di *enforcement* del codice interno nonché la pubblicazione, su base temporale, delle modifiche del suddetto codice, delle sue implementazioni e applicazioni.

<sup>12</sup> Cfr. SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets – As Required by Section 702(b) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*, January, 2003, disponibile su <http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf> e SEC, *Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws* Securities and Exchange Commission, June 4, 2003 disponibile su <https://www.sec.gov/rules/concept/33-8236.htm>.

procedure e adempimenti erano rimasti per decenni formalmente non disciplinate, circostanza quest'ultima stigmatizzata da più parti.

Gli obblighi di trasparenza - che conseguivano alla registrazione come NRSRO da parte della SEC - erano quindi declinati in relazione a tali procedure e adempimenti e venivano soddisfatti attraverso la pubblicazione delle informazioni e dei documenti forniti in sede di domanda di registrazione. Di fatto nel CRARA era individuabile una sola vera disposizione di trasparenza<sup>13</sup> ed una relativa alla prevenzione dell'abuso delle informazioni non privilegiate.

Il CRARA delegava alla SEC il compito emanare norme di attuazione delle citate disposizioni. Le prime *rules* SEC<sup>14</sup> venivano però adottate quando era già in corso la prima revisione del Codice IOSCO, di cui al paragrafo che segue.

Non è questa la sede per esaminare nel dettaglio le singole disposizioni emanate dalla SEC, volendosi piuttosto dare qui atto dell'influenza delle disposizioni di trasparenza previste dal Codice IOSCO del 2004.

A tal proposito, per quanto riguarda l'oggetto, le disposizioni della SEC in materia di trasparenza riguardavano procedure e metodologie utilizzate per determinare il *rating*, *performance* dei *rating*, conflitti d'interesse e politiche e procedure per gestirli e l'applicazione o meno di un codice etico da parte dell'agenzia. Rispetto al Codice IOSCO mancavano disposizioni specifiche pertinenti la trasparenza dei *rating*, anche non sollecitati, e le politiche di distribuzione degli stessi.

Per tali profili l'area di trasparenza della disciplina americana era più ridotta di quella del Codice IOSCO, mentre a contrario era più estesa la *disclosure* di alcuni aspetti della struttura organizzativa e manageriale

---

<sup>13</sup>Il paragrafo 15E(3) stabiliva che le informazioni fornite non in via confidenziale alla SEC in sede di richiesta di registrazione, nonché i pertinenti documenti utilizzati a tali fini, dovessero essere rese pubbliche, mediante pubblicazione sul sito *internet* dell'agenzia, ovvero attraverso un'altra modalità comparabile e accessibile.

<sup>14</sup>Cfr. SEC, *Final Rule: Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, June, 2007, disponibile su <http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857.pdf>.

dell'agenzia<sup>15</sup>.

Sostanzialmente diversa era poi la prospettiva temporale essendo le informazioni previste dalle *rules* SEC da rendere pubbliche successivamente all'avvenuta registrazione della NRSRO e da aggiornare prontamente o periodicamente<sup>16</sup>.

Diversi erano i termini del coevo dibattito europeo, che al tempo si incentrava sulla necessità di emanare o meno norme comunitarie volte a disciplinare le agenzie di *rating*.

Nell'anno 2004 il Parlamento Europeo aveva adottato la *Risoluzione sul ruolo e i metodi delle agenzie di rating*, nella quale richiedeva alla Commissione di formulare specifiche raccomandazioni in ordine ai criteri necessari ad assicurare una maggiore trasparenza delle operazioni di *rating* avuto riguardo *inter alia* alle iniziative IOSCO e americane<sup>17</sup>.

Il CESR, il cui parere tecnico era stato richiesto a tali fini dalla Commissione, aveva concluso che la questione centrale da affrontare fosse l'alternativa tra imporre normativamente l'adozione del Codice IOSCO che era ritenuto la base normativa per ogni futura disposizione in materia di agenzie di *rating* - in quanto rispondente alle esigenze evidenziate dalla Commissione e teso a migliorare qualità e integrità del processo di *rating*, nonché la trasparenza

---

<sup>15</sup>In particolare alle agenzie di *rating* veniva richiesto di rendere pubbliche tre cd "*organizational chart*", di cui una relativa agli assetti proprietari, una relativa al management della società e una relativa all'organizzazione interna della stessa (dipartimenti/divisioni etc.).

<sup>16</sup>La *rules* 240.17g-1 (i) "*Public availability of Form NRSRO*", imponeva alle NRSRO di rendere pubblico il *Form* NRSRO utilizzato per presentare alla SEC la propria domanda di registrazione e i documenti pertinenti i dati indicati negli spazi da 1 a 9 del *form* stesso, mettendo tali informazioni a disposizione del pubblico sul sito *internet* dell'agenzia, o con un'altra modalità comparabile, entro i dieci giorni successivi all'accoglimento della domanda da parte della Commissione. Gli stessi dati avrebbero dovuto in seguito essere aggiornati nei dieci giorni successivi l'aggiornamento episodico o annuale dei dati forniti in sede di registrazione. Veniva così imposto alle NRSRO di rendere pubbliche le informazioni e i documenti pertinenti tra l'altro le statistiche sulle *performance* dei *rating*, una descrizione delle procedure e metodologie utilizzate per determinare il *rating*, la struttura societaria e organizzativa dell'agenzia, l'eventuale codice etico adottato.

<sup>17</sup>Cfr. *Report on Role and methods of rating agencies*, 24 January 2004 (2003/2081(INI) disponibile su

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A5-2004-0040+0+DOC+XML+V0//EN>.



- ovvero aspettare di verificare la volontaria adesione delle agenzie a tale Codice e i relativi effetti<sup>18</sup>.

La Commissione Europea, condividendo l'opinione del CESR, aveva ritenuto che non fosse necessaria alcuna nuova iniziativa legislativa in materia di agenzie di *rating* sulla scorta dell'esistenza del Codice IOSCO<sup>19</sup>, sulla cui base le agenzie esistenti stavano già elaborando i propri codici di condotta. La Commissione aveva però richiesto al CESR di controllare l'applicazione del Codice IOSCO e di presentare ogni anno una relazione in materia.

2. Nel febbraio 2007, la IOSCO sottoponeva a pubblica consultazione il proprio *report* sull'implementazione del Codice di Condotta emanato nel 2004<sup>20</sup>.

Scopo della consultazione era verificare se le singole agenzie di *rating* avessero adottato un loro codice di condotta e quale fosse il livello di incorporazione in esso del Codice IOSCO. Il *report* era considerato dalla IOSCO stessa come un primo livello di *enforcement* del Codice<sup>21</sup>.

Le risultanze evidenziavano l'esistenza essenzialmente di due livelli di incorporazione, di cui il primo rappresentato dalle agenzie di *rating* medio grandi che in linea di massima avevano recepito nel proprio codice di condotta le previsioni del Codice IOSCO e che si erano attenute al principio *complain or*

---

<sup>18</sup>Cfr. CESR, *CESR's technical advice to the European Commission on possible measures concerning Credit Rating Agencies*, March 2005 (CESR/05 - 139b) disponibile su [www.esma.europa.eu/system/files/05139b.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/05139b.pdf).

<sup>19</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito* (2006/C 59/02) disponibile su [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-10-656\\_it.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-656_it.htm).

<sup>20</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Review Of Implementation Of The IOSCO Fundamentals Of A Code Of Conduct For Credit Rating Agencies, February 2007*, disponibile su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD233.pdf>.

<sup>21</sup>Si legge nel documento citato alla nota che precede (p. 5) “[...] *the IOSCO CRA Code may be viewed as having three levels of enforcement. The first level is ascertaining that CRAs have issued codes of conduct along the lines of the IOSCO Code, which is the objective of this Report. The second level regards whether variations from the IOSCO Code matter to users of ratings. This second level of enforcement is the remit of the market. The third level of enforcement involves determining whether CRAs comply in fact with the statements made in their individual codes of conduct. This last level of enforcement is the responsibility of individual regulators, as determined by their own laws and regulations*”.

*explain*; il secondo livello era appresentato dalle agenzie piccole che sostanzialmente non avevano adottato alcun codice di condotta interno. Rilevava la IOSCO in tale sede che la disposizione del Codice recepita con un maggior grado di differenziazione dalle agenzie era quella relativa ai *rating* non sollecitati.

Nello stesso periodo si palesava la crisi dei mutui *sub-prime*, e il Comitato Tecnico della IOSCO effettuava uno studio finalizzato ad analizzare il ruolo in tale crisi giocato dalle agenzie di *rating*<sup>22</sup>.

All'esito della pubblica consultazione, il Comitato Tecnico raccomandava di modificare il Codice di Condotta per affrontare i problemi specifici afferenti il *rating* dei prodotti strutturati con riferimento a tre macro aree: trasparenza, indipendenza e conflitti d'interesse e competizione.

Per quanto riguarda la trasparenza, si raccomandava, *inter alia*, di richiedere alle agenzie di *rating* di pubblicare i dati sulle proprie *performance* storiche in modo effettivamente comparabile, di rendere noti con maggior chiarezza assunti e limitazioni del *rating* pertinente i prodotti strutturati e di prevedere meccanismi per assicurare che il processo di revisione delle metodologie e dei *rating* fosse condotto in maniera obiettiva.

A maggio del 2008, in uno con il *report* finale, veniva pubblicato il Codice IOSCO revisionato<sup>23</sup>.

Immutata la sistematica, il Codice del 2008 si caratterizzava per l'introduzione di varie disposizioni pertinenti i *rating* dei prodotti strutturati e i relativi problemi di trasparenza.

Veniva introdotta una nuova la previsione in base alla quale ciascun *rating*

---

<sup>22</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Consultation Report, The role of Credit Rating Agencies in structured finance markets, march 2008*, disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD263.pdf>. Il documento finale veniva diffuso a maggio dello stesso anno (IOSCO *Technical Committee, Final Report, The role of Credit Rating Agencies in structured finance markets, may 2008*, disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD270.pdf>).

<sup>23</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, Code of Conduct fundamentals for Credit Rating Agencies, May 2008* disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

doveva indicare la data di ultimo aggiornamento, mentre ciascun annuncio di *rating* doveva indicare la principale metodologia utilizzata, o la versione di essa e l'indicazione del luogo in cui trovare una descrizione della stessa (3.3)<sup>24</sup>.

La previsione per cui le agenzie di *rating* dovevano rendere note al pubblico informazioni "sufficienti" inerenti metodologie, procedure e assunzioni (3.5) veniva arricchita con riferimento ai prodotti finanziari strutturati dalla previsione di informazioni relative, *inter alia*, all'analisi delle perdite e dei flussi di cassa e al grado di analisi della sensibilità del *rating* ai cambiamenti delle assunzioni sottostanti (lett. a).

Alle agenzie di *rating* veniva richiesto di differenziare il *rating* dei prodotti strutturati da quello degli strumenti finanziari tradizionali, preferibilmente attraverso una differente simbologia di *rating*. L'agenzia doveva quindi rendere pubbliche le modalità di funzionamento della differenziazione e definire chiaramente i differenti simboli, applicandoli a tutte le tipologie di strumenti finanziaria cui erano riferiti (lett. b.).

Veniva, infine, richiesto alle agenzie di assistere gli investitori nello sviluppare una maggior comprensione del *rating* e dei relativi limiti nonché dei limiti delle verifiche effettuate dall'agenzia sulle informazioni fornite da emittente e *originator* (lett. c)<sup>25</sup>.

La previsione pertinente la *performance* storica dei *rating* (3.8) veniva arricchita dalla specifica per cui le informazioni rese pubbliche dovevano includere informazioni verificabili e quantificabili in merito alle *performance* storiche, organizzate e strutturate oltre che possibilmente standardizzate in modo da permettere agli investitori di effettuare comparazione con le

---

<sup>24</sup>In caso di utilizzo di più metodologie ovvero al ricorrere di altre ipotesi tali da indurre gli investitori a trascurare importanti del *rating*, era previsto che l'agenzia doveva spiegare tale circostanza nell'annuncio di *rating* e indicare dove trovare la discussione di tali aspetti.

<sup>25</sup>La previsione va letta in uno con quella pure introdotta nel 2008 per cui le agenzie dovevano adottare misure per assicurare che le informazioni utilizzate per il *rating* fossero di qualità sufficiente, e in caso di prodotti con dati storici limitati, dovevano rendere chiari i limiti del *rating* (1.7).

*performance* di altre agenzie.

Veniva specificato concretamente che sia le informazioni inerenti le *performance* storiche, sia la descrizione delle metodologie utilizzate sia il codice interno dell'agenzia dovessero essere pubblicati sul sito *internet* della stessa, con *link* dalla *home page* (4.3), al fine di rendere chiaro e facilitare il reperimento delle citate informazioni.

Nell'ambito delle previsioni pertinenti i conflitti d'interesse e la *disclosure* degli accordi economici con le entità valutate veniva richiesto all'agenzia di rendere noto negli annunci di *rating* relativi ai prodotti strutturati se l'emittente avesse comunicato all'agenzia di aver reso pubbliche le informazioni rilevanti circa il prodotto oggetto di *rating*, ovvero se tali informazioni fossero rimaste non pubbliche (2.8 lett. c). Ciò unitamente alla previsione, diretta alle agenzie di *rating* come industria, di incoraggiare emittenti e *originator* dei prodotti strutturati a rendere pubbliche le relative informazioni, così da permettere sia agli investitori sia alle agenzie (non legate da contratto) di effettuare analisi indipendenti.

A marzo 2009 la IOSCO diffondeva il proprio *report* sull'implementazione del Codice revisionato nel 2008<sup>26</sup>, rilevando che solo 7 delle 21 agenzie considerate avevano modificato il proprio codice di condotta interno, per recepire le disposizioni di quello IOSCO.

Tra i vari fattori determinanti lo scarso recepimento del nuovo Codice di Condotta, a parte il dato fattuale della mancata offerta di *rating* di prodotti strutturati da parte delle agenzie più piccole, la IOSCO identificava la proposta da parte della Commissione Europea di adozione di un regolamento in materia di *rating*.

La IOSCO rilevava poi che, nell'ambito dei codici modificati, le disposizioni recepite con un maggior grado di differenziazione dalle agenzie di *rating* erano

---

<sup>26</sup>Cfr. IOSCO *Technical Committee, A Review Of Implementation Of The IOSCO Fundamentals Of A Code Of Conduct For Credit Rating Agencies, March 2009*, disponibile su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD286.pdf>.

quelle relative alle informazioni suppletive inerenti le metodologie di *rating* dei prodotti strutturati e l'utilizzo di una differente simbologia per tali prodotti<sup>27</sup>.

3. Parallelamente alla revisione del Codice IOSCO, la SEC proponeva alcune modifiche alle *rules* di attuazione del CRARA emanate nel 2007 e l'adozione di una nuova *rule* 240.17g.7<sup>28</sup>.

Le modifiche proposte intendevano affrontare i problemi di trasparenza e i conflitti d'interesse specifici del *rating* dei prodotti finanziari strutturati emersi a seguito della crisi finanziaria, con il fine ultimo di migliorare la qualità dei *rating* prodotti dalle NRSRO.

Obiettivi intermedi erano: migliorare la pubblicità e comparabilità delle statistiche relative alle *performance* dei *rating* del credito; aumentare la diffusione delle informazioni sui prodotti finanziari strutturati; incrementare le informazioni in merito a procedure e metodologie usate per determinare il *rating* dei prodotti finanziari strutturati.

Le modifiche proposte tenevano dichiaratamente conto dei documenti elaborati dalla IOSCO, nonché delle risultanze dell'indagine avviata dalla SEC sulle tre principali agenzie di *rating* e sul loro ruolo nella crisi finanziaria<sup>29</sup>.

In sintesi la SEC proponeva la modifica del *Form* NRSRO e di alcune *rules* (240.17g-2 sugli obblighi di *record keeping*, 240.17g-3 sulle informazioni finanziarie dell'agenzia, 240.17g-5, sulla gestione dei conflitti d'interesse), nonché l'introduzione della *rule* 240.17g-7, contenente l'obbligo per le NRSRO di distinguere il *rating* pertinente i prodotti finanziari strutturati dagli altri *rating*

---

<sup>27</sup>In particolare la IOSCO rilevava che “None of the three largest CRAs has adopted a different symbology, though all three indicate in their ratings releases that the security being rated is a structured product”. (Cfr. IOSCO *Cit.*, March 2009 p.13.).

<sup>28</sup>Cfr. SEC, *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 16 June 2008, disponibile su <http://www.sec.gov/mles/proposed/2008/34-57967.pdf>;

<sup>29</sup>Cfr. SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, July 2008, disponibile su [www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf](http://www.sec.gov/news/studies/2008/craexamination070808.pdf).

mediante una differente simbologia o, in alternativa, mediante la diffusione di un *report* informativo con informazioni aggiuntive.

L'approvazione, con alcune modifiche, e la pubblicazione delle *rules* avveniva a febbraio 2009<sup>30</sup>.

Per quanto riguarda i profili di trasparenza e specificatamente procedure e metodologie di *rating*, *rectius* la descrizione delle procedure e metodologie da rendere pubblica per mezzo del *Form* NRSRO, la SEC proponeva di aggiungere ulteriori elementi alla lista degli aspetti che dovevano essere resi pubblici.

Per i prodotti strutturati veniva richiesto alla NRSRO di chiarire quali fossero state le azioni tese a verificare le informazioni pertinenti i singoli *asset* del pacchetto, l'eventuale richiesta di un livello minimo di verifica delle informazioni prima dell'emissione del *rating* e le modalità di incorporazione del livello di verifica nella metodologia di *rating*. Si trattava sostanzialmente delle informazioni previste al punto 3.5 lett. c) del Codice IOSCO del 2008, mentre non veniva recepito l'obbligo di *disclosure* delle informazioni di cui al punto 3.5 lett. b. del Codice.

Per quanto riguarda le *performance* storiche dei *rating*, la previsione IOSCO di informazioni organizzate e standardizzate (3.8) veniva dettagliata nell'obbligo delle NRSRO *inter alia* di formulare statistiche comparabili tra di loro, sia per classi, sia per periodi di riferimento (1,3 o 10 anni).

Inoltre, veniva richiesto alle NRSRO di includere nelle statistiche, oltre alle azioni di *downgrade* e di *default*, anche l'*upgrade* del *rating* e di mostrare il *default* del *rating* iniziale, in quanto indicativi di un difetto del *rating*.

Non prevista dal Codice IOSCO la cd 10% *rule*, introdotta dalla SEC *sub* 240.17g-2(d), consistente nell'obbligo delle NRSRO di rendere pubblicamente disponibile un campione casuale di storie di *rating* (comprese tutte le azioni di *rating* compiute e la data della loro effettuazione), pari al dieci per cento dei

---

<sup>30</sup>Cfr. SEC, *Final Rule: Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* 2 February 2009 disponibile su <https://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf>.

*rating* emessi a pagamento dell'emittente per ciascuna classe di *rating* per cui l'agenzia fosse autorizzata e per cui avesse emesso almeno 500 giudizi *issuer-paid*<sup>31</sup>. In base alla 10% *rule*, le nuove azioni di *rating* dovevano essere messe a disposizione del pubblico nel termine massimo di sei mesi dal loro compimento.

A tale obbligo si affiancava a fine 2009 un ulteriore obbligo di *disclosure* non previsto nel Codice IOSCO cd. 100% *rule*: la previsione di rendere pubblicamente disponibile sul sito *internet* dell'agenzia le informazioni sulle azioni di *rating* (*rating* iniziale, *upgrade*, *downgrade*, *placement on watch* e *revoca*) relative a tutti i *rating* esistenti emessi dal 26 giugno 2007 in poi. Ciascuna nuova azione avrebbe dovuto essere messa a disposizione del pubblico entro e non oltre 12 mesi dall'adozione in caso di *rating issuer paid*, ovvero di 24 mesi in caso di *rating subscriber-paid* o di un *unsolicited rating*<sup>32</sup>

Non veniva, invece, recepita nelle *rules* SEC la previsione IOSCO più disapplicata nei codici di condotta delle singole agenzie di *rating* e inerente una differente simbologia per i *rating* dei prodotti strutturati (3.5 lett. b).

4. A novembre 2008 la Commissione Europea presentava una Proposta di Regolamento per disciplinare le agenzie di *rating*<sup>33</sup>.

Ciò in base della considerazione per cui “*L'autoregolamentazione basata sull'adesione volontaria al codice della IOSCO non sembra costituire una soluzione adeguata ed affidabile alle carenze strutturali del settore*”<sup>34</sup>.

Motivazione rilevante nella determinazione di proporre tale prima forma di disciplina comunitaria delle agenzie di *rating* era quella di livellare il quadro

---

<sup>31</sup>I *rating* non sollecitati e i *rating* pagati dai sottoscrittori erano esenti dai citati obblighi di *disclosure*.

<sup>32</sup>Cfr. SEC, *Final Rule: Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* 23 November 2009 disponibile su <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-61050.pdf>.

<sup>33</sup>Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito*, COM(2008)704 def, 12.11.2008.

<sup>34</sup>*Ibidem* p. 3.

normativo con gli Stati Uniti. Si legge nella proposta di regolamento “*Data la natura mondiale dell’attività di rating, è importante creare condizioni operative uniformi nella UE e negli USA, istituendo nella UE un quadro di regolamentazione comparabile a quello applicato negli USA e basato sugli stessi principi*”.

Quanto al Codice IOSCO “*In termini di requisiti sostanziali, la Commissione considera il codice di condotta rivisto della IOSCO come il termine di riferimento mondiale. Esso ha tuttavia dei limiti che devono essere superati per rendere le sue norme pienamente operative. Alcune norme della IOSCO sono piuttosto astratte e generiche; esse debbono essere concretizzate, e in alcuni casi consolidate, per renderle di più facile applicazione pratica e maggiore efficacia; ancora più importante, il codice non prevede alcun meccanismo che ne garantisca l’applicazione, ma si limita ad invitare le agenzie di rating del credito a motivare l’eventuale mancato rispetto*<sup>35</sup>”.

Nel Regolamento (CE) n. 1060/2009, adottato a settembre 2009, a distanza di pochi mesi dalla proposta<sup>36</sup>, la trasparenza era dichiarata principio essenziale dell’attività di *rating* del credito (*Considerando* n. 1); al miglioramento di essa e dei connessi principi di integrità, responsabilità, buona *governance* e affidabilità veniva consacrato il Regolamento, con il fine ultimo di contribuire alla qualità dei *rating* emessi nella Comunità e per tale via al buon funzionamento del mercato interno unitamente ad un grado elevato di tutela degli investitori (art.1).

Corpo centrale del Regolamento 1060/2009 era il titolo II contenente le norme di condotta applicabili alle agenzie, compresi gli obblighi in materia di trasparenza.

La base del Regolamento (CE) 1060/2009 era il Codice di Condotta IOSCO, che veniva richiamato anche nel *Considerando* n. 8: “*le agenzie di rating del*

---

<sup>35</sup>*Ibidem* p. 3-4.

<sup>36</sup>Secondo LANNNOO “*credit rating agencies were the first victim of the crisis with a regulation adopted in a period of six month – a record by EU standards*”; cfr. LANNNOO *The EU’S Response to the Financial Crisis: a mid term review*, in CEPS Policy Brief n. 241, (April 20, 2011).



*credito dovrebbero applicare su base volontaria il [...] «codice IOSCO»*”. Rispetto a tale Codice però il Regolamento si caratterizzava per un maggior dettaglio delle informazioni richieste e degli obblighi di trasparenza previsti.

Dal punto di vista dell’oggetto, gli obblighi di trasparenza afferivano al pari di quelli previsti dal Codice IOSCO a: conflitti d’interesse, metodologie, ipotesi e modelli di *rating*, strumenti finanziari strutturati, *rating* non sollecitati, dati storici sui *rating* emessi, relativi inadempimenti e modifiche.

Dal punto di vista temporale, gli obblighi di trasparenza si declinavano, al pari di quelli previsti dal Codice IOSCO, in informazioni generali da rendere disponibili su base continua (Allegato I sez. E), informazioni generali e specifiche da rendere note in occasione dell’emissione e dell’abbandono del *rating* (art. 10 – Allegato I sez. D), informazioni periodiche su base semestrale o annuale (artt. 11 e 12 – All. I sez. E II e III).

Il Regolamento dettava disposizioni specifiche in materia di presentazione dei *rating* (Art. 10 – All. I sez D.). Infatti ivi era previsto che ogni *rating* emesso all’agenzia doveva indicare tutte le principali fonti rilevanti utilizzate e la principale metodologia o versione di metodologia usata per determinarlo, con un riferimento a una sua ampia descrizione. Rispetto alle disposizioni IOSCO il *set* informativo previsto dal Regolamento era più completo e dettagliato, tanto più che erano stabiliti sia la forma sia il contenuto per la presentazione dei *rating*.

Il Regolamento prevedeva poi che non solo i *rating*, ma anche le decisioni di abbandono di questi dovessero essere comunicati su base non selettiva e in modo tempestivo, con l’indicazione di tutti i relativi motivi.

Veniva inoltre dettata una specifica disciplina con riferimento a comunicati stampa e relazioni, che dovevano contenere gli elementi fondamentali sottesi al *rating*.

Era altresì stabilito l’obbligo di comunicare al pubblico metodologie,

modelli e ipotesi principali utilizzati nell'attività di *rating* (quali ipotesi matematiche o in materia di correlazioni), nonché le modifiche sostanziali loro apportate (art. 8 1 par. - allegato I sez. E. n. 1 n. 5).

In caso di cambiamenti afferenti per l'appunto metodologie, modelli e ipotesi, la normativa europea - più stringente delle disposizioni IOSCO - richiedeva all'agenzia di *rating* altresì di comunicare "immediatamente" i *rating* probabilmente interessati, e di effettuare la revisione quanto prima, comunque entro sei mesi dal cambiamento (art. 8 6° par.).

L'informativa preventiva all'entità valutata in ordine al *rating* e agli elementi di base dello stesso, era dettagliata rispetto alla corrispondente previsione IOSCO, sia per quanto riguarda le tempistiche (almeno dodici ore di anticipo rispetto alla pubblicazione del *rating*) sia per quanto riguarda gli obblighi di *disclosure*: dovevano essere rese pubbliche la comunicazione intervenuta e le eventuali modifiche apportate al *rating* dopo il confronto con l'emittente.

Obblighi aggiuntivi di trasparenza erano previsti con riferimento ai *rating* dei prodotti strutturati: sul punto il Regolamento andava oltre le previsioni del Codice IOSCO prevedendo che le categorie di *rating* attribuite a prodotti finanziari strutturati si differenziassero da quelle utilizzate per tutti gli altri strumenti finanziari, ricorrendo ad un simbolo aggiuntivo (art. 10 3° par.).

In aggiunta a quanto sopra era prescritto che l'agenzia dovesse, coerentemente con il Codice IOSCO:

a) fornire nel *rating* ogni informazione in merito ad analisi in materia di perdite e flussi di cassa da essa stessa svolte o ad altre analisi sulla base delle quali avesse fondato il proprio giudizio, unitamente a indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione nel *rating* di credito (All. I. sez. D. II n. 1);

b) indicare il tipo di valutazione realizzata riguardo alle procedure di *due diligence* svolte in ordine agli strumenti finanziari (o altre attività) sottostanti e indicare l'eventuale valutazione di tali procedure di *due diligence* da essa stessa

compiute, ovvero l'affidamento alla valutazione di terzi (All. I. sez. D. Il n. 2);

In più rispetto al Codice IOSCO era prescritto che l'agenzia dovesse corredare la divulgazione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi fondamentali di *rating* dei prodotti strutturati con indicazioni illustrative delle ipotesi, dei parametri, dei limiti e delle incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie utilizzate, con simulazioni di scenari di *stress* operate dall'agenzia al momento di stabilire i *rating*.

In termini di informativa periodica, poi, il Regolamento prevedeva che le agenzie di *rating* del credito avrebbero dovuto informare regolarmente il pubblico in merito a tutti i prodotti finanziari strutturati sottoposti per un'analisi iniziale o per un *rating* preliminare, indipendentemente dalla circostanza della successiva stipula con gli emittenti di un contratto per il *rating* definitivo.

Con riferimento ai *rating* non sollecitati il Regolamento sostanzialmente sposava le soluzioni del Codice IOSCO prevedendo l'obbligo di identificarli come tali, dichiarando altresì la partecipazione o meno dell'entità valutata o di terzi collegati al processo di *rating* e l'accesso o meno dell'agenzia ai conti e ad altri documenti interni pertinenti dell'entità valutata o di terzi collegati (art. 10 5° par.). Alle agenzie veniva inoltre imposto l'obbligo generale di comunicare le proprie politiche e procedure in termini di *rating* non sollecitati.

L'art. 11 del Regolamento prescriveva che le agenzie di *rating* dovessero rendere pubbliche e aggiornare immediatamente le informazioni relative *inter alia* alla registrazione a norma del Regolamento; la politica in materia di pubblicazione di *rating* e altre comunicazioni collegate; le metodologie e le descrizioni dei modelli e delle ipotesi di *rating* principali alla base del *rating* nonché le modifiche sostanziali loro apportate; qualsiasi modifica sostanziale apportata ai sistemi, alle risorse o alle procedure; e il codice di condotta interno.

Nel Codice IOSCO le *performance* storiche del *rating* dovevano essere rese note, se possibile e appropriato, sul sito *internet* delle singole agenzie (3.8). La

soluzione prescelta nel Regolamento consisteva invece nell'imporre alle agenzie di *rating* di mettere a disposizione dell'istituendo registro centrale presso il CESR le informazioni relative ai propri dati storici, ai *rating* del credito emessi in passato e alle relative modifiche.

Tale obbligo era finalizzato a permettere al CESR non solo di rendere pubbliche tali informazioni, ma soprattutto di pubblicare informazioni sintetiche sui principali sviluppi osservati su base annuale. A tali fini i dati dovevano essere forniti dalle agenzie in un formato standardizzato predisposto dal CESR, al quale pertanto veniva delegato il compito di emanare linee guida in materia (art. 21, 2° paragrafo lett. d).

Al CESR dovevano essere comunicate annualmente le informazioni relative alle materie indicate nell'All. I sez. E parte II, da rendere altresì pubbliche su base semestrale e annuale. Tra queste i dati sui tassi storici di inadempimento relativi alle sue categorie di *rating*, distinguendo tra le zone geografiche principali degli emittenti e la loro evoluzione nel tempo.

Chiudeva il quadro degli obblighi di *disclosure* l'art. 12 dedicato alla "*relazione di trasparenza*" che ciascuna agenzia doveva rendere pubblica annualmente entro tre mesi dalla chiusura di ciascun esercizio finanziario e contenente informazioni dettagliate *inter alia* sulla struttura giuridica e i suoi assetti proprietari; sui suoi meccanismi di controllo interno; etc. (All. I sez E parte III).

Della relazione di trasparenza non vi era traccia nel Codice IOSCO, né questo richiedeva alle agenzie la *disclosure* di parte delle informazioni componenti quest'ultima, quali ad esempio quella relativa agli assetti proprietari.

5. A marzo 2015 la IOSCO ha adottato un'ulteriore versione del Codice di

Condotta<sup>37</sup>.

La modifica si colloca a valle del processo di revisione della normativa sulle agenzie di *rating* avvenuto sia in America con il *Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010<sup>38</sup> (di seguito *Dodd-Frank Act*) e le *rules* SEC di attuazione dello stesso<sup>39</sup> sia in Europa con le modifiche del Regolamento (CE) 1060/2009<sup>40</sup> e l'adozione dei relativi Regolamenti delegati<sup>41</sup>.

Pacifico che, per motivi temporali, il Codice IOSCO potesse essere influenzato dalle soluzioni adottate nei sistemi normativi sopra richiamati si vuole qui piuttosto sottolineare il mutamento di prospettiva quale esemplificato dalle disposizioni di trasparenza del Codice stesso.

Si legge nel documento di accompagnamento alla consultazione sulle proposte di modifica *"In recent years, many IOSCO members have implemented registration and oversight programs for CRAs and have exercised supervisory authority over CRAs. In light of these developments, IOSCO is proposing significant revisions and updates to the IOSCO CRA Code"*. E ancora *"IOSCO proposes to revise the IOSCO CRA Code to take into account the fact that CRAs are now supervised by regional and national authorities"*. Così che *"the goal is to promulgate an IOSCO CRA Code that works in harmony with existing CRA laws and regulations and continues to be the international standard for CRA self governance"*<sup>42</sup>.

---

<sup>37</sup>Cfr. IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Final Report*, march 2015 disponibile su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>

<sup>38</sup>Cfr. *Public Law* n. 111-203.

<sup>39</sup>Cfr. SEC, *Final Rule: Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, August 27, 2014 disponibile su <http://www.sec.gov/rules/final/2014/34-72936.pdf>.

<sup>40</sup>In particolare: Regolamento (UE) 513/2011 dell'11 maggio 2011 e Regolamento (UE) 462/2013 del 21 maggio 2013, entrambi di modifica al regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>41</sup>Il riferimento è al Regolamento Delegato (UE) 2015/2 che integra il Regolamento (CE) n. 1060/2009 per quanto riguarda la presentazione delle informazioni che le agenzie di *rating* del credito mettono a disposizione dell'ESMA; nonché al Regolamento Delegato (UE) 2015/3 che integra il regolamento (CE) n. 1060/2009 per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione sugli strumenti finanziari strutturati.

<sup>42</sup>Cfr. IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Report of the Board of IOSCO Consultation Document*, CR01/2014 10 February 2014 p. 5 disponibile su

In altre parole, la revisione del Codice IOSCO è stata finalizzata a modificare le disposizioni suscettibili di essere in conflitto con le normative nazionali. Ciò si è tradotto, in sostanza, nel recepimento nel Codice di alcune delle soluzioni normative adottate nei sistemi già richiamati; è quindi stata invertita la prospettiva originaria in cui il Codice era il punto di riferimento per i regolatori nazionali che avessero voluto recepirlo nelle proprie disposizioni.

Tra gli obiettivi intermedi della revisione, il rafforzamento del Codice è stato attuato per mezzo di un ampliamento degli obblighi di trasparenza e delle previsioni relative alla salvaguardia delle informazioni non pubbliche.

Al miglioramento della chiarezza del testo sono state finalizzate le modifiche delle esistenti definizioni del Codice e l'aggiunta delle nuove definizioni di azione di *rating* e di metodologia di *rating*.

Nel merito è di ispirazione americana la nuova definizione di *rating* del credito: non più una "*opinion*" – come peraltro rimane indicato nei Principi - ma un "*assessment*", espresso utilizzando un sistema di classificazione stabilito e definito.

Così facendo la IOSCO ha inteso evidenziare non tanto un cambiamento di idea sull'essenza ultima del *rating*, quanto piuttosto due sue caratteristiche: 1) l'essere una valutazione emessa utilizzando metodologie rigorose e tutte le informazioni conosciute e ritenute rilevanti, da analisti in possesso di adeguate conoscenze e professionalità, non influenzati da conflitti d'interesse; 2) l'essere espressa in simboli stabiliti, definiti a priori e adeguatamente pubblicizzati<sup>43</sup>.

Peculiare è, invece, la scelta di definire la "*metodologia di rating*"<sup>44</sup> atteso che né la normativa primaria statunitense, né quella europea contengono una

---

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD437.pdf>.

<sup>43</sup>La definizione va letta in uno con la disposizione in base alla quale l'agenzia di *rating* deve definire il significato di ogni categoria delle proprie scale, e applicarle coerentemente (1.5) nonché renderle pubbliche (3.6).

<sup>44</sup>"*The procedure by which a CRA determines credit ratings, including the information that must be considered or analyzed to determine a credit rating and the analytical process to be undertaken to determine the credit rating, including, as applicable, the models, financial metrics, assumptions, criteria, or other quantitative or qualitative factors to be used to determine the credit rating*".

simile definizione; come pure peculiare è la definizione in sé che include nella metodologia - sia pure in senso astratto sotto forma di procedura - “*le informazioni che devono essere considerate o analizzate per determinare il rating*”, considerato che esistono diverse e varie metodologie di determinazione del *rating* e i relativi obblighi giuridici di *disclosure*<sup>45</sup>.

Di ispirazione americana è la definizione di azione di *rating*<sup>46</sup>, rilevante per quanto riguarda gli obblighi di *disclosure* dei singoli *assessment*.

Nel merito delle disposizioni di trasparenza, immutato l’oggetto, la revisione del Codice ha operato un’apprezzabile razionalizzazione delle disposizioni raggruppandole nelle sezioni n. 3 *sub A* ri-rubricata “*CRA responsibilities to the investing public rated entities, obligors, originators and arrangers*”, e n. 5 rubricata “*disclosure and communication with market participants*”.

Rimangono nella sezione 2 *sub B* le disposizioni di trasparenza specifiche in materia di conflitti d’interesse, qui non analizzate.

La sezione 3 si apre con una disposizione “programmatica” in virtù della quale le agenzie di *rating* devono assistere investitori e utilizzatori nello sviluppare una maggiore comprensione del *rating*; ciò attraverso la *disclosure* della natura e dei limiti del *rating* e del rischio di un eccessivo affidamento a tali valutazioni nelle decisioni di investimento o nelle altre decisioni finanziarie (3.1).

La disposizione è integrata dalla successiva 3.13 in virtù della quale le agenzie devono indicare non solo attributi e limiti di ciascun *rating*, ma anche la verifica effettuata dall’agenzia sulle informazioni fornite dal soggetto valutato o da terzi, tra cui, per esempio, la presenza di dati storici limitati. Sul punto la

---

<sup>45</sup>La definizione va letta in uno con la previsione di cui al punto 1.2 del Codice revisionato in base al quale i *rating* devono riflettere tutte le informazioni conosciute e considerate rilevanti, in virtù della metodologia utilizzata.

<sup>46</sup>“*To determine an initial credit rating, an upgrade of an existing credit rating, a downgrade of an existing credit rating (including to a default category), an affirmation (or confirmation) of an existing credit rating, or a withdrawal of a credit rating*”. Identica la definizione di azione di *rating* contenuta nella *rule* 240.17g-7 di disciplina del *form* da pubblicare in tali occasioni.

formulazione della disposizione riprende segnatamente la disciplina europea dettata nell'allegato I sez. D punto 4 del Regolamento (CE) 1060/2009.

A monte le agenzie di *rating* devono rendere pubbliche le *policy* e le procedure per la distribuzione di *rating* e *report*, nonché per il ritiro del *rating* (3.5). A seconda del modello di *business* le agenzie devono rendere pubbliche o, distribuire ai propri sottoscrittori, le azioni di *rating* il primo possibile e su base non selettiva (3.10 e 3.11)<sup>47</sup>.

Gli annunci relativi al *rating*, devono indicare quando lo stesso è stato aggiornato o rivisto l'ultima volta, la principale metodologia o versione di essa utilizzata nonché dove trovare una descrizione della stessa (3.14).

Annunci e *report* diffusi in occasione dell'emissione o della revisione del *rating* devono spiegare i principali assunti e i dati sottostanti la valutazione inclusi i dati finanziari diversi da quelli contenuti nelle dichiarazioni dell'emittente o dell'obbligato (3.16).

Se le disposizioni sopra richiamate si caratterizzano per un minor dettaglio delle informazioni richieste rispetto a quelle previste nell'attuale disciplina sia europea (allegato I. sez. D Regolamento (CE) 1060/2009) sia americana (15E(s) - *rule* SEC 240.17g-7 (a)(ii)<sup>48</sup>), è interessante sottolineare che tali informazioni nel Codice IOSCO – al pari della *rule* SEC - sono richieste con riferimento ai *rating* risultanti o soggetti ad azioni di *rating* come sopra definite, mentre nella disciplina UE sono riferite ai *rating* e ai *rating outlook*.

Per quanto riguarda le metodologie, le agenzie di *rating* devono rendere pubbliche:

---

<sup>47</sup>Per il caso in cui un'agenzia cessi di monitorare il *rating* con riferimento a un emittente o uno strumento finanziario senza tuttavia ritirarlo, l'agenzia deve rendere noto al pubblico o ai sottoscrittori, tale cessazione e la relativa motivazione oltre alla data di ultima revisione o modifica (3.17).

<sup>48</sup>Il *Dodd – Frank Act*, colmando la precedente lacuna normativa, ha introdotto nell'*Exchange Act* la sezione 15E(s) specificatamente dedicata alle informazioni che devono accompagnare l'emissione di ciascun *rating*. La SEC è stata quindi delegata a disciplinare il modello contenente le suddette informazioni, il cd. *Form*. La *rule* 240.17g-7 specifica le informazioni che l'agenzia debba rendere pubbliche in occasione dell'adozione di un'azione di *rating* relativa a uno strumento/emittente per cui sia registrata.



a) informazioni sul processo di *rating* e sulle metodologie, tali da permettere agli investitori e utilizzatori di comprendere come sia stato determinato il *rating* (3.2);

b) ogni modifica alle metodologie esistenti, prima dell'adozione della stessa<sup>49</sup> e su base non selettiva<sup>50</sup> (3.3).

Non esistono nel Codice IOSCO disposizioni specifiche per la *disclosure* di eventuali errori nelle metodologie, ipotesi che quindi è regolata solo dalle discipline nazionali e sovranazionali applicabili (art. 8 – par. 7 Reg. (CE) 1060/2009 e sez. 15E(r)(2) e *rule* SEC 240.17g-8(a)(4)).

L'agenzia soddisfa l'obbligo di *disclosure* relativo alle metodologie rendendo accessibile sul proprio sito *internet* - piuttosto che con un *link* dalla *homepage* dello stesso - una descrizione delle stesse (5.4), e rinviando a tale pagina in ciascun annuncio relativo a un *rating* conseguente ad una azione (3.14).

La disposizione di cui al punto 3.18 è specificatamente dedicata alla *disclosure* della *performance* storica dei *rating*: ogni agenzia deve rendere pubbliche informazioni sufficienti in merito a “*historical transition*” e “*default rates*” delle categorie di *rating* in relazione alle classi dei soggetti e delle obbligazioni oggetto di analisi. Qualora ciò non sia possibile, perché in relazione alla natura del soggetto o dell'obbligazione o altre circostanze valutate, i dati siano inappropriati, invalidi statisticamente o possano ingenerare confusione, l'agenzia deve rendere pubbliche le ragioni della propria determinazione.

Le informazioni devono includere informazioni storiche verificabili e quantificabili, organizzate e strutturate per periodi e quando possibile standardizzate in modo da permettere a investitori e utilizzatori la comparazione

---

<sup>49</sup>Salvo il caso in cui la *disclosure* preventiva abbia un impatto negativo sull'integrità del *rating* in quanto ritardi l'adozione di un'azione di *rating*. L'inciso costituisce la principale modifica in materia al Codice ed è finalizzato a specificare il caso in cui la *disclosure* può essere differita

<sup>50</sup>Cambiamenti nelle metodologie comportano l'obbligo di monitorare l'impatto di tali cambiamenti sui *rating* emessi e applicarli su base temporale (1.15) lett. c) e d).

tra diverse agenzie. Tale formulazione generica e l'assenza di indicazione di un limite temporale per la pubblicazione delle informazioni richieste è compatibile sia con gli obblighi previsti dalla disciplina statunitense (sez. 15(E)(q) – *rules* 240.17g-1, 240.17g-2, 240.17g-7) e in particolare dalla cd. 100% *rule*<sup>51</sup>, sia con gli obblighi previsti dalla disciplina UE (art.11 2° par.) di messa a disposizione del pubblico delle informazioni attraverso il registro centrale istituito dall'ESMA<sup>52</sup>.

Significativo è altresì che nel Codice IOSCO non sia previsto l'obbligo di indicare anche negli annunci di *rating*, informazioni sulle *performance* storiche, obbligo previsto invece dalla disciplina US (*rule* 240.17-g-7(ii)(L) e dalla disciplina UE (All. I sez. D punto I n. 2 lett. f) *sub specie* di obbligo di pubblicare in occasione della pubblicazione del *rating* o della prospettiva i tassi storici di inadempimento pubblicati dall'ESMA, insieme ad una loro interpretazione.

Le informazioni sulle *performance* storiche della CRA devono inoltre essere rese disponibili sul sito *internet* dell'agenzia (5.4).

Nel Codice revisionato sono rimaste sostanzialmente invariate le disposizioni in materia di *rating* non sollecitati: a) la previsione di rendere pubbliche via sito *internet policy* procedure e controlli per l'emissione di *rating* non sollecitati (3.4); b) la previsione di rendere pubblica in occasione dell'adozione di un'azione di *rating* la partecipazione (o meno) del soggetto valutato o dei terzi indicati al processo di *rating*, e l'obbligo di identificare un *rating* non sollecitato come tale (3.12).

---

<sup>51</sup>Nella formulazione attuale questa *rule* impone alle NRSRO di rendere pubbliche sul proprio sito *internet*, le informazioni indicate relative a ciascuna azione di *rating* (*rating* iniziale, *upgrade* *downgrade* e ritiro) di ciascun *rating* esistente o determinato dall'agenzia a partire da tre anni prima dell'entrata in vigore.

<sup>52</sup>Il registro centrale contenente i dati inerenti le *performance* storiche delle agenzie di *rating* è incorporato nella piattaforma europea di *rating* di cui all'art. 11 *bis* istituita con il Regolamento Delegato (UE) 2015/2. A tale registro centrale devono essere comunicate informazioni sulle *performance* storiche tra cui i dati sulla frequenza di transizione dei *rating*, sui *rating* emessi in passato e sulle relative modifiche. L'ESMA rende tali dati accessibili al pubblico e pubblica informazioni sintetiche sugli sviluppi principali osservati su base annuale.

La disposizione 3.12 riprende la disciplina statunitense<sup>53</sup>, piuttosto che quella europea sul punto più dettagliata: questa richiede alle agenzie di *rating* di identificare i *rating* non sollecitati come tali, di rendere all'interno del documento di *rating* una dichiarazione inerente la partecipazione dell'entità valutata o di un terzo collegato al processo di *rating* e l'eventuale accesso a conti, gestione e altri documenti interni dell'entità valutata o un terzo collegato nonché di darvi opportuno rilievo "mediante l'utilizzazione di un codice cromatico diverso chiaramente distinguibile per la categoria di *rating*" (art. 10 paragrafo 5).

Per quanto riguarda i prodotti strutturati, il Codice riprende l'obbligo di derivazione europea<sup>54</sup> di differenziare il *rating* di tali prodotti rispetto a quello di altri tipi di entità o obbligazioni, preferibilmente attraverso un diverso identificativo. L'agenzia deve pubblicamente rendere noto come tale differenziazione opera (3.7).

Inoltre, l'agenzia deve rendere pubbliche, o in base al proprio modello di *business* fornire ai propri sottoscrittori, sufficienti informazioni in merito alle analisi delle perdite e dei *cash flow*, nonché in merito al grado di analisi della sensibilità del *rating* ai cambi negli assunti sottostanti la metodologia applicabile (3.15). Ciò in modo tale che investitori e utilizzatori possano "facilmente" capire le basi del *rating*. Anche in questo caso è ripresa la disciplina europea contenuta

---

<sup>53</sup>Attraverso gli obblighi di *disclosure* in occasione dell'emissione di ciascun giudizio, il *Dodd-Frank Act* ha introdotto nella disciplina statunitense l'obbligo per le NRSRO di rendere esplicito se il *rating* è *unsolicited*, e di chiarire se e in che misura il soggetto valutato ha partecipato al *rating*.

<sup>54</sup>L'art. 10 paragrafo 3 del regolamento (CE) 1060/2009 prevede che le categorie di *rating* attribuite agli strumenti finanziari strutturati siano differenziate ricorrendo ad un simbolo aggiuntivo. La disciplina statunitense ha invece rimesso alle singole NRSRO la scelta di adottare o meno una differente simbologia di *rating*: la sezione 938(b) del *Dodd. Frank Act* ha delegato alla Commissione richiedere a ciascuna NRSRO di stabilire mantenere e controllare policy e procedure che, inter alia, definiscano in maniera chiara il significato di ogni simbolo di *rating* utilizzato dall'agenzia, in uno con il divieto per la Commissione di proibire alla NRSRO di utilizzare diversi set di simboli per distinguere *rating* riferiti a differenti tipi di strumenti finanziari. E' stata introdotta quindi la *rule* 240.17g-8(b) che richiede alle NRSRO di avere policy e procedure in relazione a simboli numeri e punteggi utilizzati per il *rating*, comprendenti la chiara definizione di ogni simbolo, numero o punteggio utilizzato. Le definizioni devono essere incluse nella Exhibit 1 del Form NRSRO, da rendersi pubblica.

nell'All. I sez D. parte II n. 1.

E' infine previsto che gli annunci di *rating* relativi a prodotti strutturati chiariscano se l'emittente ha informato l'agenzia di aver reso pubbliche tutte le informazioni rilevanti relative all'obbligazione oggetto di valutazione o se le stesse sono rimaste non pubbliche (2.9).

Non vi è traccia nel Codice IOSCO degli obblighi di *disclosure* previsti sia lato UE<sup>55</sup> sia lato US<sup>56</sup> in merito alle procedure di *due diligence* sugli strumenti finanziari sottostanti gli strumenti finanziari strutturati<sup>57</sup>.

Parimenti nel Codice IOSCO non sono dettate disposizioni di trasparenza specifiche per il *rating* del debito sovrano, previste lato UE (All. I sez. D. parte III).

Nel Codice del 2015 è introdotta una ulteriore disposizione di trasparenza rivolta anche nei confronti degli emittenti (3.8) che va ad aggiungersi agli obblighi di ispirazione europea, previsti al punto 3.9.

Si tratta dell'affermazione di principio per cui l'agenzia deve essere trasparente anche con l'entità valutata (oltre che con gli investitori, i sottoscrittori etc.) in merito al modo in cui l'entità o l'obbligazione è valutata. Ne consegue l'obbligo, quando possibile e appropriato, di informare prima della *disclosure* del *rating*, *inter alia* l'entità valutata in merito alle informazioni critiche e alle principali considerazioni su cui poggia il *rating* prima dell'adozione dell'azione di *rating* in modo da permettere a tali soggetti di chiarire errori e

---

<sup>55</sup>L'all. I sez. D parte II n. 2 prevede che l'agenzia di *rating* indichi il tipo di valutazione realizzata riguardo alle procedure di *due diligence* svolte in ordine agli strumenti finanziari sottostanti compiute dall'agenzia, ovvero l'affidamento alla valutazione di terzi. Tale disposizioni si completano con gli obblighi di trasparenza previsti per emittenti cedenti e *originator* previsti dall'art. 8 *ter*.

<sup>56</sup>La *rule* 240.17g-7 richiede alle NRSRO di rendere pubbliche in occasione dell'emissione del *rating*, per il tramite del relativo *form inter alia* l'eventuale utilizzo e i relativi limiti di servizi di *due diligence* di parti terze.

<sup>57</sup>In merito si rimanda a IOSCO *Technical Committee, Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities*, November 2012, disponibile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD395.pdf> (principio n. 3)

omissioni che potrebbero avere effetti materiali sul *rating*<sup>58</sup>; ovvero laddove non sia possibile l'informazione preventiva, l'obbligo di provvedere il prima possibile spiegando le ragioni di tale posticipazione.

Immutati sono gli obblighi di *disclosure* del codice di condotta della singola (5.2 e 5.4).

6. In mancanza di strumenti di *hard law* in materia di *rating*, la disciplina IOSCO (Principi e Codice di Condotta) aveva una funzione chiara sia nei confronti dei regolatori nazionali e sovranazionali - sia nei confronti delle agenzie di *rating*.

Le pagine che precedono inducono a ritenere che sia il Codice del 2004, sia quello del 2008 hanno assolto alla propria funzione di stimolo nei confronti dei regolatori nazionali e di base giuridica per le iniziative normative in materia sebbene in misura maggiore nei confronti dell'Europa.

Per quanto riguarda, invece, la funzione specifica nei confronti delle agenzie di *rating*, i *report* pubblicati dalla stessa IOSCO in merito alla *compliance* dei singoli codici di condotta delle agenzie con i Codici del 2004 e del 2008 hanno dimostrato la resistenza delle agenzie a recepire le previsioni IOSCO.

Considerando i risultati di tali *report* può quindi ritenersi che solo in parte il Codice IOSCO abbia assolto alla propria funzione; *rectius* può ritenersi che il meccanismo di *enforcement* basato sul principio *complain or explain* non sia stato sufficiente ad assicurare un recepimento diffuso ed effettivo delle regole di condotta del Codice.

In presenza di legislazioni nazionali oramai sufficientemente consolidate e

---

<sup>58</sup>Si richiama sul punto la previsione contenuta nell'Allegato I sez. D. parte I n. 3 in base alla quale l'agenzia di *rating* del credito informa l'entità valutata durante l'orario di lavoro dell'entità valutata e con almeno una giornata lavorativa piena di anticipo rispetto alla pubblicazione del *rating* del credito o della prospettiva di *rating* del credito. Tali informazioni comprendono i principali elementi su cui si basa il *rating* o la prospettiva di *rating*, in modo che l'entità valutata abbia l'opportunità di richiamare l'attenzione dell'agenzia di *rating* del credito su eventuali errori materiali.

di dettaglio, il Codice del 2015 ha perso la funzione di stimolo nei confronti dei legislatori nazionali e sovranazionali.

Peraltro, come si è evidenziato il Codice del 2015 non introduce soluzioni innovative quanto piuttosto, pur mantenendo immutata la propria sistematica, adegua le proprie disposizioni facendo proprie le soluzioni normative vigenti lato UE e US.

Si tratta di un dato di fatto, potendosi in merito solo discutere se nel risultato finale della revisione, sia stata maggiore l'influenza della normativa statunitense ovvero di quella europea, eventualmente per trarne spunti in merito agli equilibri di forza esistenti in seno all'organizzazione.

Venuta meno la funzione di stimolo nei confronti dei legislatori, il Codice del 2015 conserva la funzione originaria nei confronti delle agenzie di *rating* e dell'industria di settore in generale.

A tal proposito era stato eccepito in sede di consultazione sulle proposte di modifica che, per mezzo di queste, venivano introdotte previsioni di natura "prescrittiva" difficilmente conciliabili con la natura del Codice quale strumento di autoregolamentazione<sup>59</sup>.

A parere di chi scrive dalle pagine che precedono emerge invece che, con riferimento ai profili di trasparenza, il Codice del 2015 ha conservato le proprie caratteristiche originarie di strumento pratico, *not all inclusive* e finalizzato ad attuare concretamente i Principi; e ciò nonostante il dettaglio delle definizioni aggiunte e l'ampliamento degli obblighi di *disclosure*.

Piuttosto l'esistenza di sistemi nazionali e sovranazionali di *hard law* e di dettaglio implica due conseguenze apparentemente di direzione inversa: da un lato la riduzione degli spazi esistenti per gli strumenti di autoregolamentazione, dall'altro l'emergere di un ulteriore livello di *enforcement* del Codice, rappresentato proprio dai sistemi normativi esistenti che pur non imponendo

---

<sup>59</sup>Cfr. *Public Comments Received on the Consultation Report "Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies"*, tutti disponibili a [http://www.iosco.org/publications/?subsection=public\\_reports](http://www.iosco.org/publications/?subsection=public_reports).

alle agenzie l'adozione di un codice di condotta interno, a tale codice fanno esplicito riferimento stabilendo obblighi di *disclosure* dello stesso.

Così che in sostanza a mutare non è stato il Codice in sé ma il principio *complain or explain*: nei limiti in cui il Codice IOSCO recepisce le soluzioni imposte dalle normative nazionali o sovranazionali, le agenzie di *rating* che quelle soluzioni adottano, così facendo attuano sia il Codice sia le previsioni della disciplina cui sono soggette.

### **Maddalena Marchesi**

*Docente di diritto dell'economia e dei mercati finanziari  
nella Pontificia Università Lateranense di Roma*

## QUALE MODELLO DI BANCA PER IL FUTURO MERCATO FINANZIARIO EUROPEO? ALCUNE RIFLESSIONI SULLE RIFORME STRUTTURALI IN ATTO\*.

*(Which model of bank for the future European financial market? Some observations concerning the ongoing structural reforms)*

**ABSTRACT:** *During these last five years, the European level has introduced new rules regarding the financial sector, that have contributed to constitute the European Banking Union.*

*Even though these reforms, the Eurozone is still based on the model of the so called universal bank, that can carry out any activity, including specific financial very risky, if it has capital adequacy ratio. In other words, on that kind of subject that is now considered one of the responsible of the financial crisis. For this reason, the doctrine has suggested to return to separate the narrow banking from the casino banking, in order to ensure the securities of retail deposits.*

*The famous Volcker Rule in the USA and the Vickers Reform, in Great Britain, are two examples of this theory.*

*Throughout Europe, we are now discussing about the structural reform of banking sector, while Germany, France and Belgium are still introduced national disciplines regarding this issue. It is evident that this situation will have an important impact on the new Banking Union, especially if we consider the text of the regulation proposal presented by the European Council, last June 2015. The draft is particularly complex and it allows single member states to introduced specific national disciplines.*

*Because of the importance of the model of bank, which will operate in the future European financial market, this paper will try to warn of the dangers that this*

---

\* Contributo approvato dai revisori.



*choise could provoke.*

**SOMMARIO:** 1. Il mercato finanziario europeo e la necessità di riforme strutturali. - 2. Alcuni cenni sull'evoluzione del processo di riforma europeo. - 3. Il Liikanen Report. - 4. La proposta di regolamento della Commissione europea del 24 gennaio 2014. - 5. L'orientamento generale elaborato dall'Ecofin il 19 giugno 2015. - 6. Le riforme già approvate da Francia, Germania e Belgio. - 7. Conclusioni.

1. La crisi economico-finanziaria ha costretto i regolatori a intervenire in modo significativo sulla disciplina del mercato finanziario, come ben dimostrano le oltre 40 proposte legislative predisposte dalla Commissione Europea negli ultimi anni<sup>1</sup>.

Una di queste, presentata lo scorso gennaio 2014, riguarda il modello di banca<sup>2</sup> che dovrà operare nel nostro futuro mercato bancario.

Come è noto, la crisi ha posto sul banco degli imputati la c.d. banca universale<sup>3</sup>, vale a dire quel soggetto che è lasciato libero di svolgere qualsiasi tipo di attività, ivi incluse quelle finanziarie più rischiose, purché possieda una

---

<sup>1</sup>Dati riportati dalla stessa Commissione europea nella pubblicazione, *Banche e finanza. Perché abbiamo bisogno di un mercato unico dei servizi*, 2015 (aggiornato al novembre 2014). Tra questi è doveroso soprattutto ricordare la creazione della c.d. Unione Bancaria che poggia sui tre diversi pilastri del Meccanismo Unico di Vigilanza Bancaria, con cui sono state attribuite alla Banca centrale europea funzioni dirette di vigilanza sui c.d. enti bancari significativi (Regolamento Ue n. 1024/2013, del 15 ottobre 2013); il c.d. Meccanismo Unico di Risoluzione della crisi, che è entrato in vigore nel gennaio 2016 e introduce un sistema uniforme di gestione delle crisi degli istituti creditizi (Direttiva 59/2014/UE del 15 maggio 2014 e il Regolamento Ue n. 806/2014/UE del 15 luglio 2014) infine un Sistema unico di garanzia dei depositi, di prossima approvazione (su cui v. la direttiva n. 49/2014/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014). In generale sul tema dell'Unione bancaria, si v. *ex multis* CAPRIGLIONE, TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'Ue dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014; BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015.

<sup>2</sup>O forse, come ha suggerito il prof. Francesco Capriglione, nelle sue conclusioni alla prima giornata del Convegno ADDE del 2015, sarebbe meglio parlare, viste le caratteristiche del soggetto, più genericamente di "intermediario finanziario".

<sup>3</sup>In questo senso, si v. le opinioni espresse da ONADO, *I nodi al pettine*, Bologna, 2009; id., *Finanza senza paracadute*, Bologna, 2012; da MERUSI nei saggi contenuti nel volume, *Il sogno di Diocleziano*, cit.; nonché ancora da MASCIANDARO, *Il modello sbagliato della banca universale 2.0*, in *Il sole24ore*, del 1 novembre 2014.; sul tema v. anche, MATTEI GENTILI, *Gli investimenti delle banche*, in *Crisi finanziaria quali regole per le banche*, in *Dir. banc. merc. finan.*, n. 3, 2010, p. 538 ss.

sufficiente dotazione patrimoniale degli attivi ponderati per il rischio. In altre parole, il modello egemone, fino al recente passato, sia nel mercato americano, sia in quello europeo<sup>4</sup>, ma che, a detta di molti, sarebbe anche stato uno dei fattori destabilizzanti del sistema finanziario<sup>5</sup>.

Ecco perché di recente, la dottrina si è interrogata sulla necessità di tornare a separare<sup>6</sup> l'attività della tradizionale intermediazione monetaria (c.d. *narrow banking*)<sup>7</sup> da quella finanziaria più rischiosa (c.d. *casino banking*), nella convinzione che «the most urgent, and in many respects simplest, mechanism of regulatory reform, is to require firewalls and firebreaks between different activities»<sup>8</sup>. Questa concezione poggia, infatti, sull'idea che le banche che gestiscono i depositi garantiti dovrebbero essere soggette a limiti nell'assunzione dei rischi<sup>9</sup>, onde evitare che il “denaro dei contribuenti” debba ancora essere utilizzato per salvare istituti creditizi che hanno speculato.

---

<sup>4</sup>La banca universale è stata introdotta, nell'ordinamento europeo, con la direttiva n. 646 del 1989, a sua volta ispirata dal modello tedesco di banca, ossia un soggetto che oltre a svolgere l'attività tradizionale poteva detenere partecipazioni in imprese industriali, cfr. BERNARDI, *Le proposte di riforma del settore bancario. Dalla banca universale alla separazione tra retail e trading*, in *Bancaria*, 2013, fasc. 7-8, 40 ss.

<sup>5</sup>Per un'analisi del dibattito dopo la crisi, v. BANI, *Regolazione strutturale contro regolazione prudenziale: gli insegnamenti delle crisi*, Torino, 2012, 133 ss.

<sup>6</sup>Una soluzione simile era già stata adottata, in passato, dopo la crisi del '29 sia negli Stati Uniti, dove era stato introdotto il c.d. *Glass-Steagall Act*, che aveva sancito la distinzione tra banche commerciali e banche di investimento, sia in Italia con la legge bancaria del 1936, che aveva non soltanto sancito la distinzione tra banca e impresa, ma altresì introdotto la separazione tra istituti e aziende di credito. Per una ricostruzione storica della regolazione v. BELLI, *Legislazione bancaria italiana (1861-2003)*, Torino, 2004; per la tendenza alla circolarità della legislazione bancaria, v. FERRI, *Perché la regolamentazione della finanza deve cambiare approccio*, in *Bancaria*, 2013, 2, 2 ss.; nonché, ancora, BANI, *Il diritto dell'economia ai tempi della crisi. La Volcker Rule come risposta degli USA*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2011, 109 ss.

<sup>7</sup>Su questo tema si v. KAY, *Narrow banking. The reform of banking sector*, paper 2009, consultabile su <http://www.johnkay.com>, ove precisa come «The proposals made in this paper develop the concept of narrow banking – often described as separating the utility from the casino. The model of narrow banking is one in which all retail deposits are secured on safe assets»; nonché DE GROUWE, *Returning to narrow banking*, Ceps Commentaries, 14 novembre 2008.

<sup>8</sup>Cfr. KAY, *Narrow banking*, cit., p. 39. *Contra*, v. invece, TURNER, *What do bank do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it?*, cit., p. 50, per cui «the Professor Kay's proposal fails to address the fundamental issues. It would create safe retail deposit banks which would never need to be rescued, but it would leave credit supply and pricing as volatile, pro-cyclical and self-referential as it was pre-crisis».

<sup>9</sup>In questo senso, si veda già la tesi di LITAN, *What Should Banks Do?*, Washington, Brookings Institution, 1987.

Pur nella difformità delle opinioni<sup>10</sup>, è di norma condivisa l'idea che una delle attività più rischiose, che pertanto dovrebbe essere vietata, è costituita dalla c.d. negoziazione per conto proprio (o *proprietary trading*), ossia quell'attività con cui l'intermediario vende strumenti finanziari di sua proprietà, ovvero li acquista direttamente dal cliente stesso, per il proprio tornaconto personale.

Mentre gli Stati Uniti sono già intervenuti in materia adottando la famosa *Volcker Rule*<sup>11</sup>, a livello europeo siamo ancora in fase di discussione.

Di conseguenza, la scelta dell'Ecofin, dello scorso giugno 2015<sup>12</sup>, di rompere gli indugi e di affrontare in modo più deciso la via delle riforme non stupisce, soprattutto se, a quanto già detto, si aggiunge che ben quattro Paesi europei, ossia la Gran Bretagna, con la c.d. *Vickers Reform*<sup>13</sup>, e soprattutto la Francia, la Germania e il Belgio (membri dell'eurozona) hanno già adottato specifiche discipline nazionali che incidono sul tipo di attività che gli enti creditizi potranno svolgere.

Il procedimento di riforma europeo si presenta, però, tutt'altro che semplice, come dimostrano i più recenti sviluppi.

---

<sup>10</sup>Per una ricostruzione dei diversi modelli di *narrow banking* v., LLEWELLYN, *Post Crisis Regulatory Strategy: a Matrix Approach*, in F. Browne, D.T. Llewellyn, P. Molyneux (a cura di), *Regulation and Banking after the Crisis*, Vienna, 2011

<sup>11</sup> Con questa espressione ci si riferisce alla c.d. Sec. 619 del c.d. *Dodd Frank Act* (Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173) del 21 luglio 2010); per i commenti in dottrina, si v. MACEY, HOLCROFT, *Failure is an Option: An Ersatz-Antitrust Approach to Financial Regulation*, in *Yale Law School Legal Scholarship Repository*, 2011; MCGIRR, *Premature, Uncertain, and Far from Perfect: An Analysis of the Impact of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection*, in *Psl Quarterly Review*, n. 64, 2011; DE GRAUWE, *The Banking Crisis: Causes, Consequences and Remedies*, in *CEPS Policy Brief*, p. 178, Brussels, Centre for European Policy Studies, November, 2008.

<sup>12</sup>Cfr. EF 121, ECOFIN 528, CODEC 910, Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle misure strutturali volte ad accrescere la resilienza degli enti creditizi dell'UE-*Orientamento generale*, consultabile sul sito [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

<sup>13</sup>*Banking Reform Act*, del 18 Dicembre 2013, con cui l'ordinamento inglese «requires the ring-fencing of certain retail activities into separate entities within the corporate group». Per una comparazione delle proposte di riforma negli USA, in Gran Bretagna e nell'Unione Europea, v. BROOME, HELFER, AMYR - MOKRY, BRUMMER, HOCKETT, O'NEILL, *Domestic Bank Regulation in a Global Environment – A Comparative Dialogue*, in *N.C. Banking Inst.*, 2013, 17, 1 ss.

2. La questione relativa alla necessità di separare e distinguere le attività svolte dalle banche è stata sollevata, per la prima volta dopo la crisi, dal c.d. Liikanen Report, ovvero dalla relazione presentata dal gruppo di esperti internazionali, guidati da Erkki Liikanen (Governatore della *Bank of Finland*), a cui la Commissione europea aveva affidato il compito di analizzare il sistema bancario europeo e di proporre un insieme di misure per migliorarne la resilienza<sup>14</sup>.

Nel novembre 2012, in particolare, il Gruppo ha proposto 5 raccomandazioni principali, tra cui si deve per l'appunto ricordare l'invito a separare le attività di *trading* più rischiose da quelle bancarie più tradizionali di deposito<sup>15</sup>.

Secondo gli esperti, nonostante non fosse possibile individuare con precisione il modello di business ideale per i soggetti bancari, tuttavia, le analisi avrebbero dimostrato l'assunzione di «excessive risk-taking – often in trading highly-complex instruments or real estate-related lending – and excessive reliance on short-term funding in the run-up to the financial crisis».

Il Report ha naturalmente dato vita a un acceso dibattito sul tema - su cui è stato anche indetto uno *Stakeholders meeting on Bank Structural Reform*, le cui conclusioni sono consultabili sul sito [www.europa.eu](http://www.europa.eu) - che ha portato la Commissione europea, nel gennaio 2014, a presentare un progetto di regolamento, fortemente voluto dall'allora Commissario francese Michele Barnier, nella speranza che questo avrebbe potuto scongiurare il rischio di «banche che

---

<sup>14</sup>Sebbene la dottrina avesse già da tempo sottolineato la necessità di questo tipo di interventi, così, in particolare, v. NIGRO, *Crisi finanziaria, banche, derivati*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2009, p. 1 ss.; e ancora ID., *Dalla banca alla banca*, in *ibid.*, 2015, 12 che a proposito della raccomandazione contenuta nel Liikanen Report sottolinea come «quello che, almeno per me, è decisamente sorprendente è che si sia dovuti arrivare all'ottobre 2012 per prendere coscienza dell'esigenza di ripensare a fondo l'intero assetto strutturale dell'attività bancaria e, più in genere, dell'attività delle banche e, in questo quadro, ripensare a fondo il modello della banca universale».

<sup>15</sup>Le altre 4 raccomandazioni riguardano rispettivamente: la necessità che le banche predispongano piani di *resolution*; provvedano all'introduzione di strumenti di *bail-in*; introducano maggiori pesi per il rischio nella determinazione del capitale minimo; nonché, infine, pianifichino interventi relativi alla *corporate governance*.

siano troppo grandi per fallire, troppo costose da salvare, troppo complesse per essere ristrutturate»<sup>16</sup>.

La lunga via per l'adozione del regolamento si è però scontrata non solo con la diffidenza degli operatori del settore e di diversi Paesi membri, ma altresì con il rinnovo, nel 2014, del Parlamento e della Commissione Europea, oggi guidata da Junker, e soprattutto con l'atteggiamento del nuovo responsabile dei servizi finanziari, l'inglese Jonathan Hill.

Proprio quest'ultimo, all'indomani della nomina, ossia il 18 novembre 2014, aveva inviato una lettera, poi diffusa dalla stampa, a Frans Timmermans (braccio destro di Junker, incaricato di revisionare la bozza del regolamento), in cui manifestava la sua intenzione di voler ritirare la proposta<sup>17</sup>.

Si noti che questa missiva è giunta alla Commissione poco dopo la lettera congiunta firmata dalla *British Bankers Association* e dalla *Federation bancaire française*, in cui si lamentava l'inutilità<sup>18</sup> e la pericolosità di una simile proposta per la stessa economia europea, che avrebbe altresì messo a rischio la futura unione del mercato dei capitali. A loro dire, infatti, «universal banking is a strenght of the European banking system in particular a research undertaken by the European Central Bank has shown that the income diversification arising from it place broad-base during an economic downtown than banks with less diverse

---

<sup>16</sup>Cfr. relazione alla bozza della Commissione del 24 gennaio 2014, consultabile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it>.

<sup>17</sup>Nella lettera Hill affermava che «we also need to see how much progress is made on the much bigger proposal on banking structural reform; where Member States are pubbling in different directions in opposition to it; so withdrawl could be an option next year if Member State support does not pick up. But I have concluded that it would be premature to whitdreaw either proposal now».

<sup>18</sup>Si noti che una delle critiche circa la sua inutilità poggia sui risultati della c.d. Asset Quality Review (AQR) e degli stress test del 2014 da cui emergerebbe la dimostrazione di quanto le banche sistemiche siano ormai più sicure di quanto lo fossero in passato, poiché nessuna di loro avrebbe richiesto misure di rafforzamento patrimoniale. Questi risultati, però, sono una diretta conseguenza dei criteri scelti per la valutazione degli stress test, che poggiano come già si è anticipato sul modello della banca universale, con conseguente penalizzazione dei crediti all'economia. Sul punto, v. le critiche di MASCIANDARO, *Il modello sbagliato della banca*, cit.

income streams»<sup>19</sup>.

Simili vicende hanno, pertanto, sollevato seri dubbi circa la realizzabilità della riforma, che ha finito per essere “parcheggiata” in un cassetto dell'Ecofin in attesa di discussione<sup>20</sup>.

Alla luce di quanto fin qui affermato, la citata bozza di regolamento predisposta dal Consiglio lo scorso giugno 2015, potrebbe apparire, di primo acchito, un’ottima notizia per tutti coloro che ritengono ormai indispensabile varare una regolazione europea di un profilo così importante<sup>21</sup>.

La realtà, però, non è così rosea come potrebbe sembrare.

Il testo elaborato dal Consiglio presenta significative modifiche - ma forse sarebbe meglio dire stravolgimenti – rispetto alla proposta della Commissione del 2014, introducendo una disciplina particolarmente complessa, palese espressione dei conflitti che il tema sta suscitando.

Naturalmente, il procedimento di adozione del regolamento è ancora in una fase iniziale e molte saranno le modifiche e le correzioni che in futuro verranno apportate<sup>22</sup>.

In questo momento, però, l’unica preoccupante certezza riguarda la direzione che il regolatore europeo ha intrapreso, ossia quella della complessità.

La proposta del Consiglio europeo, infatti, vorrebbe introdurre un coacervo di disposizioni che se dovessero davvero entrare in vigore, non potrebbero che ostacolare una razionale regolazione<sup>23</sup> e, soprattutto, un’efficace attività di vigilanza.

Prima però di richiamare più puntualmente le regole in esso contenute,

---

<sup>19</sup>Consultabile sul sito <http://www.fbf.fr/fr/files/9R6M5Q/Letter-EU-Structural-Reform-Better-Regulation.pdf>.

<sup>20</sup>Cfr. ANTONUCCI, *Despecializzazione e principio di proporzionalità*, in *Riv. Trim. dir. dell'econ.*, n. 4, 2014, 238.

<sup>21</sup>E’ opportuno sottolineare fin d’ora, infatti, che la scelta circa il modello di banca che può operare nel mercato finanziario può essere considerata la “pietra angolare” di tutta la disciplina della materia, sul punto si rinvia alle osservazioni poste nelle conclusioni.

<sup>22</sup>Secondo il procedimento previsto dall’art. 114 TFUE.

<sup>23</sup>Per una critica delle recenti riforme del sistema finanziario europeo nell’ottica degli effetti sul modello di banca che vi opera, sia consentito rinviare a MATTASSOGLIO, *Pericoli e paradossi di un sistema che pretende di controllare il rischio bancario*, in *Concorrenza e mercato*, 2015, 51ss.

sarà necessario ripercorrere, almeno per sommi capi, l'evoluzione che le diverse proposte di riforma strutturale europee hanno subito.

Solo in questo modo, sarà possibile comprendere i timori che, almeno a parere di chi scrive, questa nuova proposta deve sollevare.

3. Come si è anticipato, nel rapporto consegnato nel novembre 2012, il Gruppo guidato da Liikanen ha assunto cinque diverse raccomandazioni finalizzate a rendere il sistema bancario europeo più sicuro, soprattutto per quanto concerne il profilo dell'assunzione del rischio.

Secondo gli esperti, infatti, nonostante le misure già adottate in Europa, sarebbe stato comunque necessario introdurre ulteriori riforme di tipo strutturale e, in primo luogo, richiedere una separazione legale tra certe attività considerate particolarmente rischiose dalle attività di deposito condotte dagli enti creditizi, all'interno dello stesso gruppo bancario. In particolare, le attività, che avrebbero dovuto essere separate, comprendevano non soltanto il *proprietary trading of securities and derivatives*, ma anche certi altri tipi di attività, strettamente connesse con queste ultime.

Il Report sottolineava, inoltre, che l'assunzione di rischi da parte dei soggetti creditizi non sarebbe stata accompagnata da una sufficiente adeguatezza patrimoniale.

In questo contesto, gli esperti proponevano di impedire alle *deposit entities*<sup>24</sup> di svolgere direttamente attività di trading e «all assets or derivative positions incurred in the process of market-making», che avrebbero invece dovuto essere trasferite a una società di investimento o banca (c.d. "*trading entity*")

---

<sup>24</sup>Quali ad esempio «These permitted activities include, but need not be limited to, lending to large as well as small and medium-sized companies; trade finance; consumer lending; mortgage lending; interbank lending; participation in loan syndications; plain vanilla securitisation for funding purposes; private wealth management and asset management; and, exposures to regulated money market (UCITS) funds. The use of derivatives for own asset and liability management purposes, as well as sales and purchases of assets to manage the assets in the liquidity portfolio, would also be permitted for deposit banks. Only the deposit bank is allowed to supply retail payment services» (p. VI).

all'interno del gruppo bancario<sup>25</sup>. Si noti che la possibilità di continuare a costituire un solo soggetto implicava, però, che le *trading entities* fossero indipendenti, dal resto del gruppo, sia dal punto di vista economico, sia giuridico, in modo tale che fossero garantiti sufficienti *ring-fenced capital*.

Detto obbligo di separazione, però, avrebbe dovuto verificarsi soltanto in caso di superamento di una determinata soglia di rilevanza dell'attività di trading<sup>26</sup>, rifiutando quindi l'idea che esse potessero essere estese indiscriminatamente a tutti i soggetti, senza tenere in considerazione il tipo di attività in concreto svolta, ossia tendenzialmente ai i.c.d. enti a rilevanza sistemica (i *too big to fail*)<sup>27</sup>.

In seno al gruppo, era stata proposta anche una diversa ipotesi, ovvero l'introduzione di un c.d. *non-risk weighted capital buffer* per le attività di trading. In questo caso, la separazione sarebbe stata soltanto eventuale, a seguito di una successiva valutazione da parte dell'autorità di vigilanza, basata sulla credibilità dei *recovery and resolution plan*, predisposti sulla base delle indicazioni europee.

Alla luce di queste indicazioni, è evidente comunque la volontà del Liikanen Report di "salvare" il modello della banca universale, posto che esso consentiva sostanzialmente la convivenza della *deposit entities* e di quella di *trading* nell'ambito dello stesso gruppo bancario. Come avremo modo di vedere, questa è

---

<sup>25</sup>Dette attività includono «Any loans, loan commitments or unsecured credit exposures to hedge funds (including prime brokerage for hedge funds), SIVs and other such entities of comparable nature, as well as private equity investments, should also be assigned to the trading entity. The requirements apply on the consolidated level and the level of subsidiaries».

<sup>26</sup>Più nel dettaglio «If a bank's assets held for trading and available for sale, as currently defined, exceed (1) a relative examination threshold of 15-25% of the bank's total assets or (2) an absolute examination threshold of EUR100bn, the banks would advance to the second stage examination». Si noti che secondo la proposta Liikanen, in un secondo momento l'autorità di vigilanza «would determine the need for separation based on the share of assets to which the separation requirement would apply. This threshold, as share of a bank's total assets, is to be calibrated by the Commission. The aim of the calibration is to ensure that mandatory separation applies to all banks for which the activities to be separated are significant, as compared to the total balance sheet. In calibrating the threshold, the Commission is advised to consider different bases for measuring trading activity, including, for example, revenue data».

<sup>27</sup>Per un'analisi più approfondita di questa recente categoria di soggetti, v. BROZZETTI, *Le istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (c.d. SIFIs): qualche primo spunto sul Framework regolamentare*, in AA.VV., *Scritti per Franco Belli. Atti del Convegno di Siena, del 9-10 maggio 2013, Sistema creditizio e finanziario: problemi e prospettive*, Pisa, 2014, p. 155 ss.



una scelta confermata sia nella bozza di regolamento del 2014, sia nella posizione del Consiglio del 2015.

Il Rapporto, inoltre, consigliava di introdurre una disciplina sufficientemente semplice, in modo tale da consentire un recepimento armonico tra i diversi Stati membri, sottolineando altresì come, a questo fine, sarebbe stato necessario assicurarsi, ad esempio, di non separare «banking activities which naturally belong together», quali l'attività di «proprietary trading and market-making, thus avoiding the ambiguity of defining separately the two activities». Il legislatore europeo, viceversa, non sembra intenzionato a seguire questa indicazione, poiché sia il testo del 2014, ma soprattutto quello del 2015, si caratterizzano per l'estrema complessità delle disposizioni in essi contenute (quali, in primo luogo, proprio il divieto di *proprietary trading* e la possibilità di svolgere attività come quelle di *market making* ...).

4. Nelle intenzioni dei promotori, la proposta di regolamento del 2014 – che, come si è già anticipato, è stata preceduta da un'intensa fase di dibattito – avrebbe dovuto consentire di porre «un freno alla dilatazione artificiale dei bilanci delle banche, in particolare all'espansione delle attività di carattere puramente speculativo, riducendo in tal modo il rischio che i contribuenti debbano intervenire per salvare le banche in difficoltà e limitando i costi e la complessità delle misure di risoluzione delle crisi eventualmente necessarie» ponendosi quale ulteriore misura, accanto alla c.d. *Recovery and Resolution Directive*<sup>28</sup>, che ha istituito un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento.

La proposta di Regolamento ha suscitato, come si è detto, l'aperta ostilità dei destinatari<sup>29</sup>, nonostante il contenuto delle sue prescrizioni fosse già stato in

---

<sup>28</sup>Su cui v. *supra*, nota 1.

<sup>29</sup>Su questo tema, oltre al famoso articolo di JOHNSON (*The Quiet Coup, in The Atlantic*, 2009), si può richiamare il volume di LAVELLE, *Money and Banks in the American Political System*, Cambridge University Press, 2013, p. 260 ove l'A. muove severe critiche all'intero sistema

qualche modo “edulcorato” rispetto alle indicazioni offerte dal Liikanen Report e, soprattutto, rispetto alle opinioni di coloro che propendevano per il netto rifiuto del modello stesso della banca universale<sup>30</sup>.

A dimostrazione di quanto la bozza del 2014 non potesse considerarsi così rivoluzionaria, può essere ricordato il parere su di esso espresso dal Comitato economico e sociale Europeo, in data 16 dicembre 2014, ove pur nella consapevolezza della moltitudine degli interessi in gioco quali «(lobby finanziarie, grandi Stati membri, consumatori e investitori, famiglie, imprese grandi e piccole, associazioni, ecc.)» raccomandava comunque alla Commissione la necessità di “cambiare rotta” rispetto al passato «in cui sono state le logiche imposte dal sistema finanziario ad aver prevalso», per far vincere l'interesse pubblico. Il Comitato consigliava, pertanto, di porre «al centro l'interesse comune, trovando un punto di equilibrio accettabile per tutte le parti, perché ... [era] convinto che solo in questo modo la riforma ... [avrebbe funzionato] in modo efficace» (punto 1.8)<sup>31</sup>.

Un testo, dunque, che secondo il Comitato avrebbe potuto essere più incisivo, senza considerare che esso criticava, espressamente, la decisione di consentire la permanenza in vigore delle diverse legislazione nazionali, sebbene con la limitazione di essere già esistenti al momento dell'adozione del regolamento<sup>32</sup>.

La bozza, infatti, se da una parte accoglieva le indicazioni proposte dal gruppo Liikanen prevedendo che solo i soggetti bancari più grandi fossero

---

lobbistico americano e anche al ruolo svolto dalla Fed. L'autrice mette altresì in luce un vistoso paradosso della regolazione del settore finanziario, ammettendo che «Policymaking in the financial area is thus destined to be victim of its own success. If the regulatory system is working properly, market participants and the interests groups that represent them in the political system question why regulation is even necessary... ».

<sup>30</sup>In proposito, si pensi alla proposta originaria di Paul Volcker, nonché alle posizioni nella nostra dottrina di MERUSI, *Il veleno della banca universale*, in ID., *Il sogno di Diocleziano*, cit.; nonché ancora NIGRO, op. cit., sia 2009, sia 2015.

<sup>31</sup>Parere del Comitato Economico e sociale europeo, GU C, del 16 dicembre 2014, p. 45-50.

<sup>32</sup>Chissà quale giudizio potrà esprimere sulla proposta del Consiglio che, come si è anticipato, poggia propria sulla possibilità per ciascun singolo Paese membro di introdurre una propria disciplina nazionale ad *hoc*.

sottoposti al divieto di svolgere attività di negoziazione per conto proprio<sup>33</sup>, in applicazione del principio di proporzionalità, dall'altra consentiva ai singoli stati membri la possibilità di adottare norme più restrittive, estendendo pertanto gli obblighi anche a soggetti più piccoli<sup>34</sup>. Inoltre, il testo lasciava sopravvivere le discipline nazionali considerate equivalenti, purché adottate prima del 29 gennaio 2014, consentendo appunto alla Commissione di derogare alle regole sulle separazione, previa verifica del rispetto dei criteri di cui all'art. 21<sup>35</sup>.

Non solo.

Con riferimento alle specifiche attività, il regolamento del 2014 introduceva la distinzione tra le attività di *proprietary trading*, che sarebbero state vietate all'ente creditizio, che si occupava della raccolta dei depositi coperti dai sistemi di garanzia, della concessione di prestiti, dei servizi di pagamento al dettaglio (art. 6), da quelle di *market making* e operazioni similari che sarebbero, invece, state consentite. Si noti che una simile scelta veniva fatta, nonostante fosse la stessa Commissione a riconoscere come, in concreto, sarebbe stato estremamente difficile distinguere tra queste diverse tipologie di attività, ovvero la negoziazione

---

<sup>33</sup>Con attività di negoziazione per conto proprio si intendono le attività di desk, unità, divisioni o singoli trader dirette specificamente ad assumere posizioni per realizzare un profitto per conto proprio, senza alcuna connessione con l'attività al servizio della clientela o la copertura del rischio dell'entità (art. 5). L'attività di negoziazione per conto proprio avrebbe dovuto essere un'attività diversa dalla raccolta dei depositi coperti dai sistemi di garanzia, dalla concessione di prestiti, dai servizi di pagamento al dettaglio e da un certo numero di altre attività (art. 8).

<sup>34</sup>Si noti che in base al disposto degli art. 22 e 23, ai fini del calcolo delle attività di negoziazione venivano calcolate solo le attività delle banche e, di conseguenza, nel caso dei conglomerati finanziari, non venivano incluse le attività di assicurazioni e delle imprese non finanziarie.

<sup>35</sup>Il tenore del cons. 3.3.4.10. della bozza del 2014 era il seguente: «Considerando che il regolamento proposto stabilisce norme uniformi in merito alla finalità, agli obiettivi e agli strumenti della riforma strutturale delle banche nel mercato interno, l'articolo 21 prevede la possibilità di deroga agli obblighi di separazione di cui al capo III per gli enti creditizi soggetti a norme nazionali di effetto equivalente alle disposizioni di tale capo. La deroga sarà concessa dalla Commissione su richiesta dello Stato membro interessato dopo che esso ha ottenuto il parere positivo dell'autorità competente responsabile per la vigilanza delle banche per le quali è richiesta la deroga. Per soddisfare i requisiti per l'ottenimento della deroga, le norme nazionali di rango primario devono essere state adottate prima del 29 gennaio 2014 e rispettare i criteri di cui all'articolo 21, paragrafo 1. Ciò significa che l'obiettivo delle norme nazionali, il loro ambito d'applicazione materiale e le disposizioni riguardanti la separazione giuridica, economica e di governance dell'ente che effettua la raccolta di depositi devono essere *simili* a quelli della proposta di regolamento».

per conto proprio, l'attività di supporto negli scambi (il c.d. *market making*); gli investimenti; l'esercizio della funzione di promotore di cartolarizzazioni; nonché la negoziazione di taluni prodotti derivati.

Alla luce di questa difficile delineazione, la bozza del 2014 era poi costretta ad attribuire all'autorità di vigilanza il potere di richiedere, in via eventuale, la separazione delle attività appena menzionate, qualora, dopo un esame caso per caso, fosse risultato che i rischi da esse comportati potessero superare determinati livelli, da definire utilizzando parametri armonizzati (art. 9). È evidente che questo approccio, considerato ancora una volta proporzionato - in quanto avrebbe imposto la separazione soltanto a determinate condizioni, e a seguito di un esame approfondito dell'impatto di tali attività sul profilo di rischio e sul comportamento di ciascun singolo ente creditizio- avrebbe introdotto un ulteriore elemento di variabilità e di incertezza nella determinazione delle regole per gli enti creditizi.

Inoltre, viste le caratteristiche e le connessioni tra i diversi operatori del sistema finanziario, per impedire che un simile divieto fosse aggirato, il regolamento prevedeva che le banche deposito non potessero né investire, né detenere azioni in fondi speculativi (o certificati e o connessi), o in entità che svolgessero attività di negoziazione per conto proprio o fossero promotori di fondi speculativi<sup>36</sup>.

Secondo l'art. 12, però, l'ente creditizio poteva continuare a vendere taluni prodotti di gestione del rischio (derivati) a clienti che non fossero enti finanziari o bancari, anche se in questo caso, essendo esposta a maggiori rischi, l'attività avrebbe dovuto essere corrispondentemente soggetta a maggiori controlli.

Tuttavia, così come già prevedeva il Liikanen report, la proposta del 2014 non vietava lo svolgimento delle attività di negoziazione per conto proprio all'interno di uno stesso gruppo bancario, ma richiedeva "semplicemente" di trasferirla a un soggetto giuridico distinto (c.d. entità dedicata alla negoziazione), a

---

<sup>36</sup>Art. 6 della proposta di regolamento del 2014.

cui avrebbe dovuto essere a sua volta vietata la raccolta di depositi coperti dai sistemi di garanzia e della prestazione dei servizi di pagamento al dettaglio. I legami giuridici, economici, di *governance* e operativi di tale soggetto, con il resto del gruppo, avrebbero, pertanto, dovuto essere limitati per garantire che la separazione fosse efficace.

La bozza, di conseguenza, presentava sicuramente degli aspetti critici – frutto di un intenso lavoro di mediazione tra i contrapposti interessi –, ma, in via generale, aveva il pregio di tentare di introdurre una disciplina “comprensibile”, che consisteva in soli 36 articoli, racchiusi in poco meno di 30 pagine.

Nulla a che vedere con la bozza presentata dal consiglio nel 2015 che ha moltiplicato l’articolato, grazie all’inserzione di nuovi articoli *bis*, *ter*, *quater*, etc..., finendo per raggiungere oltre 80 pagine.... considerando esclusi.

Come avremo modo di vedere, però, al di là del dato meramente quantitativo, che non può certo essere risolutivo, è il contenuto delle disposizioni ad allarmare.

5. Il primo elemento, della posizione espressa dal Consiglio nel 2015, che crea perplessità, è costituito dalla scelta di introdurre, sostanzialmente, un doppio regime: l’uno riservato ai Paesi membri che hanno (o avranno) una disciplina considerata equivalente; l’altro, che potremmo definire europeo, esteso a tutti i Paesi privi di una disciplina specifica.

A differenza della precedente bozza di regolamento della Commissione, – di cui già si è detto – la versione del 2015 non solo consente il mantenimento in vigore di discipline nazionali preesistenti, ma anche l’introduzione di leggi nazionali successive. Il testo prevede, infatti, l’obbligo di notificare alla Commissione sia le disposizioni nazionali già in vigore, sia i progetti di disposizione del diritto nazionale e del regime di vigilanza di accompagnamento. All’autorità della concorrenza europea spetta il compito di vagliarne la compatibilità rispetto ai principi enunciati dal regolamento, ossia quelli fissati dall’art. 5 *bis* intitolato,

per l'appunto, "principi generali della separazione". Anche in questo caso, pertanto, come è già accaduto per la disciplina sugli aiuti di stato<sup>37</sup>, la Commissione detiene l'ultima parola circa la compatibilità (o meglio l'equivalenza) delle regole nazionali con il dettato europeo.

Vista l'importanza della disposizione può essere utile richiamare per esteso la formulazione del primo comma dell'art. 5 bis appena citato, secondo cui «Al fine di prevenire il rischio sistemico, lo stress finanziario o il fallimento di enti creditizi grandi, complessi e interconnessi stabiliti nel rispettivo Stato, prevenendo il rischio eccessivo derivante da attività di negoziazione all'interno di un ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali e riducendo l'interconnessione nel settore finanziario, gli Stati membri assicurano che in circostanze appropriate, come stabilito nelle disposizioni che seguono, queste attività particolari di negoziazione siano ubicate in un'entità giuridica separata dall'ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali»<sup>38</sup>.

Le scelte possibili per garantire detta separazione sono pertanto due: introdurre una disciplina nazionale che sia conforme ai principi generali fissati dall'art. 5 bis del regolamento<sup>39</sup>, su cui vigilerà la Commissione; ovvero seguire la

---

<sup>37</sup>Così come risultate dalla Comunicazione della commissione del 1° agosto 2013, contenente norme in materia di aiuti di stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (c.d. comunicazione sul settore bancario).

<sup>38</sup>Si noti che per attività al dettaglio essenziali, il medesimo art. 5-bis intende l'attività di raccolta dei depositi, servizi di pagamento da conto corrente e prelievi, che vengono considerati come prestazioni che se interrotti potrebbero creare notevoli ripercussioni negative per il sistema finanziario di uno Stato membro.

<sup>39</sup>Per quanto riguarda i principi che devono essere seguiti dai legislatori nazionali, il comma dell'art. 5bis, par. 3, dispone che «Il diritto nazionale e il regime di vigilanza di accompagnamento adottato a norma del paragrafo 2, lettera a) per conseguire gli obiettivi del presente regolamento si conformano ai requisiti seguenti: (a) impediscono agli enti creditizi che svolgono attività bancarie al dettaglio essenziali almeno di svolgere attività di negoziazione per conto proprio quali definite all'articolo 5, punto 4 e l'attività regolamentata di investimento per conto proprio, fatte salve le eccezioni previste per le attività di attenuazione del rischio ai fini della gestione prudente del capitale, della liquidità e dei finanziamenti e della fornitura di servizi limitati ai clienti; (b) se un ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali appartiene a un gruppo, dispone che l'ente sia sufficientemente separato, a livello giuridico, economico e operativo, dalle entità del gruppo che svolgono attività di negoziazione per conto proprio quali definite all'articolo 5, punto 4 o l'attività regolamentata di investimento per conto proprio, prevedendo tra l'altro:

i) disposizioni strutturali di governance, anche allo scopo di monitorare e gestire il rischio, che assicurino nella misura necessaria che l'ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali sia in grado di decidere in maniera indipendente da altre entità del gruppo;

disciplina europea prevista dal Capo II del regolamento.

In sintesi, la proposta del Consiglio lascerebbe ai singoli Paesi membri la possibilità di decidere su un profilo fondamentale quale è il modello di banca che dovrà operare nel futuro mercato finanziario, mettendo a rischio la stessa tenuta della neonata Unione bancaria, posto che gli istituti creditizi sistemici, oggetto principale della riforma strutturale, sono anche quelli che rientrano nell'ambito della vigilanza unificata della BCE, nonché del Sistema di Risoluzione delle crisi bancarie, entrato in vigore nel gennaio 2016.

Da una prospettiva più generale, un sistema che può essere definito l'esatto contrario di quanto aveva consigliato il Liikanen Report in merito alle norme semplici da applicare per consentire un recepimento armonico tra i diversi Stati membri.

La sensazione trova conferma, procedendo nella lettura degli articoli.

In questa sede, non è certo possibile richiamare tutte le disposizioni del regolamento, qui ci si limiterà fornire soltanto alcuni esempi che siano in grado di far percepire il tenore delle norme che si vorrebbero introdurre.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, esso prende in considerazione

- 
- ii) che l'ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali negozi con altre entità del gruppo solo a normali condizioni di mercato;
  - iii) che la realizzazione delle attività di un ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali non dipenda, nella misura necessaria, da risorse, atti o omissioni di altri membri del gruppo, in modo tale che - nel caso ad esempio di insolvenza di un'altra entità del gruppo - l'ente creditizio sia in grado di continuare a prestare attività bancarie al dettaglio essenziali;
  - iv) quale entità può possedere o essere posseduta da un ente creditizio che svolge attività bancarie al dettaglio essenziali al fine di realizzare una separazione sufficiente tra tale ente e le entità del gruppo dell'ente creditizio che svolgono attività che sarebbero vietate per un ente creditizio a norma della lettera a);

Nel caso in cui lo Stato membro decida di applicare il requisito di cui al paragrafo 2, lettera a), si applicano gli obblighi di cui alle parti da due a quattro e da sei a otto del regolamento (UE) n. 575/2013 e al titolo VII della direttiva 2013/36/UE anche su base subconsolidata. L'autorità competente per l'impresa madre nell'UE verifica che l'entità di negoziazione dell'impresa madre nell'UE abbia attuato in tutto il gruppo i requisiti di subconsolidamento di cui agli articoli 13 e 14. Tuttavia, se un ente creditizio stabilito in uno Stato membro che ha scelto di applicare l'opzione di cui al paragrafo 2, lettera b) non è tenuto a separare le attività e se l'impresa madre di tale ente creditizio è un'entità di negoziazione stabilita o autorizzata in uno Stato membro che ha scelto di applicare l'opzione di cui al paragrafo 2, lettera a), si considera che l'ente creditizio e l'entità di negoziazione sono in sottogruppi differenti».

gli enti creditizi e i gruppi che svolgono attività di negoziazione<sup>40</sup> superiore a determinate soglie, ossia i c.d. *too big to fail* e *too big to save* (consid. 13). L'art. 1, infatti, sancisce che «il presente regolamento mira a prevenire il rischio sistemico, lo stress finanziario o il fallimento di enti creditizi grandi, complessi e interconnessi, prevedendo il rischio eccessivo derivante da attività di negoziazione all'interno degli enti creditizi e riducendo l'interconnessione nel settore finanziario».

In particolare, rientrano in questa categoria, secondo il successivo art. 3, 2° comma gli enti «a rilevanza sistemica a livello globale (G-SII) in applicazione dell'articolo 131 della direttiva 2013/36/UE, o l'ente che negli stessi tre anni abbia attività totali di almeno 30 miliardi di EUR e attività di negoziazione pari ad almeno 70 miliardi di EUR e al 10% delle sue attività totali».

Gli articoli 3 *bis*<sup>41</sup> e 3<sup>42</sup> *ter* si soffermano poi sulle modalità di calcolo con cui dovranno essere determinate le suddette soglie, mentre il successivo art. 3 *quater* impone ai singoli enti creditizi il dovere di fornire le informazioni necessarie alle autorità di vigilanza sulla base delle quali saranno poi calcolate le soglie di cui ai precedenti articoli.

L'art. 4 prevede, inoltre, un lungo elenco di esclusioni dall'ambito di applicazione, che viene riportato per esteso in nota<sup>43</sup>.

---

<sup>40</sup>Secondo l'art. 5 è quell'«attività che genera posizioni in strumenti finanziari detenuti in un portafoglio di negoziazione in conformità dell'art. 4, par. 1, punto 86 del regolamento (UE) n. 575/2013».

<sup>41</sup>Intitolato: «Norme sul calcolo delle soglie».

<sup>42</sup>Intitolato: «Calcolo delle attività di negoziazione ai fini delle soglie di cui agli articoli 3 e 4 bis».

<sup>43</sup>Art. 4: «Il presente regolamento non si applica: (a) alle succursali nell'Unione di enti creditizi stabiliti in paesi terzi se soggette ad una disciplina giuridica giudicata equivalente conformemente all'articolo 27, paragrafo 1; (b) alle filiazioni di imprese madri nell'UE stabilite in paesi terzi se soggette ad una disciplina giuridica giudicata equivalente conformemente all'articolo 27, paragrafo 1; (c) alle entità di cui all'articolo 2, paragrafo 5, punti da 2 a 23, della direttiva 2013/36/UE; (d) a gruppi comprendenti almeno un ente creditizio stabilito o autorizzato nell'Unione qualora al livello consolidato del gruppo: (i) il totale dei depositi ammissibili ai sensi della direttiva 2014/49/UE ammonti a meno del 3% del totale delle sue attività; (ii) o il totale dei depositi al dettaglio ammissibili ai sensi della direttiva 2014/49/UE ammonti a meno di 35 miliardi di EUR o, (iii) negli Stati membri la cui moneta non è l'euro, del corrispondente valore in valuta nazionale alla data in cui il presente regolamento è pubblicato nella Gazzetta ufficiale; (e) a enti creditizi che non siano né un'impresa madre, né una filiazione qualora: i) il totale dei depositi ammissibili ai sensi della direttiva 2014/49/UE ammonti a meno del 3% del totale delle sue attività; o (ii) il totale dei



Tutto ciò ma non solo.

La bozza del Consiglio prevede anche a distinguere i soggetti che rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento – ossia istituti che già superano il complesso calcolo delle soglie di cui si è detto, e non sono esclusi in virtù delle menzionate deroghe – in due ulteriori categorie a seconda della c.d. classe di capitale 1 e 2 (art. 4*bis*); in particolare, quelle a rilevanza sistemica globale, nonché, gli enti, con attività di negoziazione negli ultimi 3 anni, superiori a 100 miliardi di euro o moneta equivalente dovrebbero rientrare nella classe 2 (tutte le altre nella classe 1), a cui sono dedicate una serie di disposizioni, quali l'8-bis, per individuare il rischio eccessivo nelle attività di negoziazione e, soprattutto, l'intera sez. due del Capo II, contenente «Misure atte a ridurre l'eccessiva assunzione di rischio derivante da determinate attività di negoziazione per enti creditizi di base di classe 2».

Oggetto del divieto di attività è ancora una volta la c.d. negoziazione per conto proprio<sup>44</sup> (art. 6)<sup>45</sup> che, nel caso di soggetti che raccolgono deposito al

---

depositi al dettaglio ammissibili ai sensi della direttiva 2014/49/UE ammonti a meno di 35 miliardi di EUR o, negli Stati membri la cui moneta non è l'euro, del corrispondente valore in valuta nazionale alla data in cui il presente regolamento è pubblicato nella Gazzetta ufficiale;

2. In aggiunta a quanto previsto al paragrafo 1, lettera b), l'autorità competente può esentare dai requisiti di cui al capo II le filiazioni di imprese madri nell'UE stabilite in paesi terzi in cui non vi è un quadro giuridico giudicato equivalente al presente regolamento, se tale autorità ha accertato che entrambe le condizioni seguenti sono soddisfatte: (a) vi è una strategia di risoluzione delle crisi concordata tra l'autorità di risoluzione delle crisi a livello di gruppo nell'Unione e l'autorità del paese terzo ospitante;

(b) la strategia di risoluzione delle crisi per la filiazione dell'impresa madre nell'UE stabilita in un paese terzo non ha un effetto negativo sulla stabilità finanziaria dello Stato membro o degli Stati membri in cui sono stabilite l'impresa madre nell'UE e altre entità del gruppo».

<sup>44</sup>Secondo l'art. 5, essa è intesa come «impiego di capitali propri o presi a prestito per partecipare a qualsiasi tipo di operazione per acquistare, vendere o altrimenti acquisire o cedere qualsiasi strumento finanziario o merce all'unico scopo di realizzare un profitto per conto proprio e senza alcuna connessione con l'attività effettiva o prevista per conto del cliente, ovvero per la copertura del rischio dell'entità dovuto all'attività effettiva o prevista per conto del cliente».

<sup>45</sup>Art. 6, intitolato Obbligo di separazione della negoziazione per conto proprio da un ente creditizio di base «Un ente creditizio di base non può: a) svolgere attività di negoziazione per conto proprio; b) con fondi propri o presi a prestito e allo scopo di realizzare un profitto per conto proprio: i) acquisire o detenere quote o azioni di FIA qualora il FIA utilizzi la leva finanziaria su base sostanziale ai sensi dell'articolo 111 del regolamento (UE) n. 213/213; ii) investire in strumenti derivati, certificati, indici o qualsiasi altro strumento finanziario il cui rendimento è

dettaglio, dovrebbe essere separata e affidata ad autorità di «negoziazione giuridicamente, economicamente e operativamente separata dagli enti creditizi di base, in quanto tali attività hanno un valore aggiunto limitato e nullo per il bene pubblico e sono intrinsecamente rischiose» (cons. 15). Anche il Consiglio, tuttavia, deve riconoscere quanto sia difficile distinguere le attività ritenute eccessivamente rischiose e sostanzialmente inutili, da altre «attività di negoziazione [che] apportano benefici all'economia reale e al bene pubblico, sia offrendo alle banche la copertura dei rischi sia consentendo l'attività per conto del cliente» (cons. 16).

Questa posizione spiega perché le attività richiamate nel par. 2, dell'art. 6, sebbene non siano considerate di negoziazione per conto proprio (ossia l'attività di prestazione ai clienti di servizi di finanziamento, copertura e investimento; l'attività di supporto agli scambi o market making, etc<sup>46</sup>), potrebbero formare oggetto di un successivo divieto di svolgimento di attività, qualora l'autorità di vigilanza lo ritenga necessario in quanto integranti o un'attività di negoziazione per conto proprio "mascherata", ovvero un'attività di negoziazione che comporta un rischio comunque ritenuto eccessivo<sup>47</sup>.

Tuttavia, ancora una volta, la bozza del 2015 non vieta lo svolgimento di simili attività nell'ambito dello stesso gruppo, sebbene in questo caso sia richiesto che l'entità di base e quella di negoziazione rispettino una serie di parametri di cui agli artt. 13 e 14 dello stesso regolamento.

---

collegato ad azioni o quote di un FIA qualora il FIA utilizzi la leva finanziaria su base sostanziale ai sensi dell'articolo 111 del regolamento (UE) n. 231/2013».

<sup>46</sup> Il paragrafo 2 richiama altresì la copertura dei rischi propri dell'ente creditizio di base e relative filiazioni; la gestione di tesoreria sana e prudente; l'acquisto e vendita di strumenti finanziari acquisiti a scopo di investimento a lungo termine; la negoziazione di strumenti finanziari emessi da entità nazionali stabilite allo scopo di ristrutturare la ripresa del sistema bancario nazionale, nella misura in cui tali strumenti sono garantiti dall'amministrazione centrale di uno Stato membro e approvati dalla Commissione in quanto misura di aiuto di Stato.

<sup>47</sup> Secondo la disciplina sancita dall'art. 6 *bis* (Requisiti per l'individuazione della negoziazione per conto proprio e del rischio eccessivo nelle attività di negoziazione); art. 6 *ter* (Comunicazione per individuare la negoziazione per conto proprio e le attività di negoziazione ad alto rischio); art. 8 (Valutazione delle attività per individuare la negoziazione per conto proprio e il potere dell'autorità competente di disporre che un ente creditizio di base non effettui negoziazioni per conto proprio); art. 8 *bis* (Valutazione degli enti creditizi di classe 2 per individuare il rischio eccessivo nelle attività di negoziazione).

Questi pochi cenni dovrebbero essere sufficienti a dimostrare che il regolamento del Consiglio si preannuncia così complesso da poter forse competere, con le regole americane contenute nella *Volcker Rule*<sup>48</sup>, che è divenuta sempre più articolata, anche a causa di una abnorme normazione secondaria di attuazione.

Proprio per questo, pur con tutte le precisazioni che si sono già fatte circa la possibilità di ulteriori modifiche all'impostazione offerta dalla proposta del consiglio del 2015, la direzione imboccata dal regolatore europeo deve preoccupare.

Un sommario esame alle discipline nazionali già adottate in materia, non migliora certo la prospettiva.

6. La legge francese n. 2013-672 del 26 luglio 2013<sup>49</sup>, sulla separazione e regolazione dell'attività bancaria, è stata la prima disciplina nazionale in Europa a

---

<sup>48</sup>Si noti che la c.d. *Final Regulation*, ossia l'insieme delle regole che sono state adottate per implementare la sec. 619, del Dodd Frank Act, grazie all'interazione tra l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), il Board of Governors della FED, la Federal Deposit Insurance Corporation, the U.S. Securities e la Exchange Commission, sono state pubblicate il 31 gennaio 2014, e diventate effettive il successivo 31 gennaio 2014, anche se poi è stato posticipato al 21 luglio 2015. Dette norme impongono limiti alle banche relativi all' «engaging in short-term proprietary trading of certain securities, derivatives commodity futures, and options on these instruments for their own accounts», nonché negli investimenti con fondi propri, nonché nei rapporti con hedge fund e fondi di «equity, pur prevedendo limiti con riferimento a un certo tipo di attività quali market making-related activities, underwriting, risk-mitigating hedging, trading in government obligations, insurance company activities, and organizing and offering hedge funds and private equity funds. La disciplina chiarisce, inoltre, le attività che sono consentite, incluse quelle relative a agenti, broker, oltre a fissare standard di compliance basati sulla dimensione delle banche e sul tipo di attività. In particolare, le banche più grandi sono tenute a predisporre dettagliati programmi di compliance; mentre quelle più piccole sono soggette a regole semplificate.

Per verificare l'attuale stato di attuazione della Volcker Rule si deve rinviare al sito <http://www.occ.treas.gov/topics/capital-markets/financial-markets/trading/volcker-rule-implementation/index-volcker-rule-implementation.html>. Da esso, ad esempio, risulta che la *Federal Reserve Board* ha accordato alle banche una proroga, in virtù dell'applicazione della sec. 619, fino al 21 luglio, 2016, per uniformare «investments in and relationships with covered funds and foreign funds that were in place prior to December 31, 2013 ("legacy covered funds")». Il Board ha altresì annunciato la sua intenzione di concedere un ulteriore proroga fino al 21 luglio 2017, per conformare «ownership interests in and relationships with legacy covered funds».

<sup>49</sup>*Sur la séparation et la régulation des activités bancaires*, consultabile su <http://www.legifrance.gouv.fr>

regolare il fenomeno, ed è finalizzata a «protéger les déposants, limiter la spéculation et recentrer les banques sur le financement de l'économie réelle, la loi prévoit la séparation des opérations spéculatives des banques et de leurs activités utiles à l'économie»<sup>50</sup>. Le nuove regole sulla separazione saranno effettive dal 1° luglio 2016.

Essa ha, infatti, introdotto una serie di modifiche sostanziali alla regolazione delle banche, delle società finanziarie e delle società miste che superano determinati limiti, praticamente coincidenti con i soggetti di rilevanza sistemica, anche se per ora, il divieto non si applica alle banche straniere operanti sul territorio della Repubblica Francese.

In particolare, essa impone ai soggetti di trasferire soltanto un certo tipo di attività di *proprietary trading* a entità specializzate, ossia i c.d. "*subsidiaries*". Per una disciplina più dettagliata dei limiti bisognerà però attendere un successivo regolamento governativo al momento non ancora adottato.

Per quanto riguarda la reazione degli operatori, pare che al momento, soltanto *BNP Paribas* e *Société General* abbiano creato un'apposita "*specialized subsidiaries*", mentre gli altri maggiori istituti di credito francesi avrebbero intenzione di limitare le proprie attività di *proprietary*, nei limiti di quelle attività non escluse dal divieto. Come si è anticipato, infatti, la disciplina francese non bandisce tutte le attività di *proprietary trading*, ma soltanto alcune. Inoltre, anche per quelle vietate, non si tratterebbe di un divieto assoluto, poiché, - come si è già visto per l'impostazione europea- la legge si limita a prevedere che dette attività debbano essere svolte da specifiche entità che devono essere, a loro volta, società di investimento o istituti di credito che però non svolgono attività di deposito. Lo scopo è, infatti, quello di creare un c.d. *ring-fence* e non quello di porre fine alla più volte citata banca universale.

Anche in Germania, il *Gesetz über das Kreditwesen*, così come modificato

---

<sup>50</sup>Così il Ministro per l'economia e le finanze francese, *P. Moscovici* *salue l'adoption par le parlement de la loi de séparation et de régulation des activités bancaires*, in <http://proxy-pubminefi.diffusion.finances.gouv.fr>, del 13 luglio 2013.

nel luglio 2014, prevede oggi dei nuovi vincoli all'esercizio dell'attività bancaria per gli enti di cui all'art. 4, par. 1, del regolamento CRR e/o a soggetti che facciano comunque parte di un gruppo (*Section 3, Prohibited business*), ossia per quelli a rilevanza sistemica. In questi casi, le attività vietate riguardano: il *proprietary bussiness; loan and guarantee con hedge fund e AIF* stranieri; *high frequency trading*, con l'eccezione di *market making* secondo la definizione art. 2, par. 1, lett. k) del regolamento sullo *short selling*<sup>51</sup> e per certi aspetti dei CDS.

Di converso, ad esempio, il «*proprietary trading for purchase or sale of financial instruments on own-account basis as a service for other*» non è proibito.

Anche sul territorio tedesco, inoltre, le attività proibite devono essere trasferite a un istituto di trading separato dal punto di vista economico, organizzativo e legale il c.d. *Finanzhandelsinstitut*.

È, inoltre, possibile che la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) vieti, qualora superino determinate soglie di rilevanza, le attività escluse come eccezioni, ossia il *market making* e le altre transazioni in strumenti finanziari che siano paragonabili alle attività di cui al *proprietary bussiness*, qualora siano ritenute eccessivamente rischiose (*section 3, par. 4*).

Come per tutti i casi che abbiamo visto in precedenza, anche in questo, il testo prevede numerose eccezioni al divieto (*section 3, sentence 2*).

La legge belga del 25 aprile 2014<sup>52</sup>, infine, che ha modificato la legge del 22 marzo 1993, è quella al momento più severa, poiché proibisce a tutti gli istituti di credito, indipendentemente dalla dimensione, di svolgere alcune attività di *proprietary trading*, direttamente o tramite soggetti sussidiari belgi o stranieri. In altre parole, il *proprietary trading* è proibito a tutti gli istituti di credito soggetti alla legge belga che svolgono attività di deposito e sono pertanto coperti dalla relativa tutela<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup>Ossia il Regolamento (EU) No 236/2012 del 14 March 2012 .

<sup>52</sup>*Arrêté royal portant approbation du règlement du 1<sup>er</sup> avril 2014 de la Banque nationale de Belgique relatif à l'activité de négociation pour compte propre.*

<sup>53</sup>«Art. 2. § 1<sup>er</sup>. Conformément à l'article 119 de la loi, et sans préjudice de l'article 121 de la loi,

Questa disciplina è entrata in vigore il 1° gennaio 2015.

Si noti che la riforma belga non soltanto si applica a tutti gli istituti, senza distinguere tra sistemici e non, ma vieta altresì la possibilità di trasferire a un'unità separata (ma facente parte dello stesso gruppo) lo svolgimento delle attività vietate. Ciò significa che in questo caso, e a differenza di tutte le altre ipotesi considerate in questo paper, le attività di trading pericolose devono essere svolte al di fuori del perimetro dell'ente creditizio coinvolto nell'attività di deposito.

Inoltre, per quanto riguarda le attività vietate, la legge belga dispone che sia proibito il *trading in financial instruments using its own capital, within the framework of the trading book as defined in art. 4, f 1, 86 reg. n. 575/2013*, oltre a tutte le attività di trading per conto proprio che non siano adeguatamente garantite e condotte con soggetti che operano con una leva eccessiva o senza sufficienti garanzie.

Naturalmente, anche in questo caso, la legge prevede alcune deroghe all'applicazione del divieto, tra cui possiamo ricordare l'attività di *market making* per i clienti o per coprire il rischio dell'istituto stesso, purché la banca riesca a dimostrare che queste operazioni sono necessarie per svolgere la sua attività di intermediario; per fini di garanzia della liquidità, etc.

Dette eccezioni sono, però, possibili solo se la soglia di queste operazioni non supera il 15% dell'*asset* totale e il *capital required* non supera il 10% del capitale totale, mentre limiti più precisi sono fissati da un regolamento del 1°

---

les activités de négociation pour compte propre sont interdites. § 2. A moins que l'établissement démontre qu'elles sont effectuées conformément aux mesures d'encadrement et aux limites fixées dans le présent règlement, sont présumées être réalisées à des fins de négociation pour compte propre, les transactions délibérément réalisées en vue d'une cession à court terme et/ou dans l'intention de tirer profit d'écarts à court terme, réels ou anticipés, entre cours acheteurs et cours vendeurs ou d'autres variations des cours de marché. Ceci est notamment le cas lorsque : i. L'établissement ne compte pas conserver la position ou l'instrument financier plus de six mois; ou ii. Lorsque la position ou l'instrument financier est inclus dans les actifs et passifs de négociation sur base des règles comptables applicables, à moins que l'établissement puisse démontrer que ces transactions sont utilisées afin de couvrir des risques résultant de transactions hors portefeuille de négociation; ou iii. Lorsque ces transactions résultent en une ou des positions courtes (non compensée(s) par une position longue) sur un titre de créances ou de propriété ou sur d'autres instruments financiers dont les sous-jacents sont des titres de créance ou de propriété».

aprile 2014.

Già questi pochi cenni consentono di comprendere i rischi legati al proliferare di singole discipline nazionali in materia.

7. Le osservazioni che precedono dovrebbero aver chiarito le ragioni dei dubbi espressi sulla posizione del Consiglio dello scorso giugno e, soprattutto, aver giustificato le preoccupazioni in merito agli effetti che una simile riforma potrebbe comportare sulla tenuta della nostra Unione bancaria.

Il modello di banca che opererà nel futuro mercato finanziario costituisce il perno fondamentale su cui poggia l'intera disciplina di settore, proprio per questo non può essere lasciato alla discrezionalità regolatoria dei singoli Paesi membri.

Anzi.

Se già si riteneva "illogico" riformare il sistema di vigilanza e di risoluzione dei soggetti bancari senza affrontare il tema centrale del modello di intermediario<sup>54</sup>, la scelta di dare carta bianca a livello nazionale sul punto appare "folle".

Forse, è eccessivo leggere la proposta del Consiglio alla stregua di un tentativo per rendere la regolazione in materia difficile da applicare<sup>55</sup> e ancor più da vigilare in fase di attuazione, ma il giudizio sostanzialmente favorevole espresso dal Commissario Hill sulla bozza non può che alimentare ulteriori perplessità<sup>56</sup>.

---

<sup>54</sup>Cfr. NIGRO, *Dalla banca alla banca*, cit., 13, secondo cui appunto «il concepire l'intervento sulla struttura delle banche in chiave complementare rispetto agli interventi sull'assetto della vigilanza e sui meccanismi di soluzione delle crisi significa cadere in una patente illogicità: è fin troppo ovvio, mi pare, che sia l'assetto della vigilanza sia i meccanismi di soluzione delle crisi rappresentano un *posterius* rispetto al modo in cui alle banche è consentito o imposto di svolgere la loro attività».

<sup>55</sup>Sul tema sia consentito rinviare ancora a MATTASSOGLIO, *Pericoli e paradossi*, cit.

<sup>56</sup>Cfr. *Speaking notes of Commissioner Jonathan Hill on Bank Structural Reform at ECOFIN meeting Luxembourg*, 19 June 2015, secondo cui, infatti, il testo «has changed substantially since the Commission's original proposal. I think that some of these changes have been positive and promote an approach which is more favourable to growth and jobs, in particular for example the changes made to market marking. They are also very much in tune with what we are doing to promote the Capital Markets Union (which we will discuss later today). There are other changes with which the Commission is less comfortable. In particular, we are concerned about the balance of powers between home and host authorities over separation decisions. However, overall, we

La questione è certamente delicata, posto che la stessa scelta di limitare l'attività di negoziazione per conto proprio delle banche finisce per confliggere con i sempre più elevati requisiti patrimoniali richiesti da Basilea III, oggi recepiti in Europa con il pacchetto Crd IV<sup>57</sup>, che pongono già di per sé seri problemi sotto il profilo della redditività dell'attività bancaria<sup>58</sup>.

Proprio questo è un aspetto che viene ricordato anche dall'Associazione Bancaria Italiana che mette in luce come, indipendentemente dalle modalità, la sola possibilità di separare le attività di *trading* da quelle c.d. *retail* inciderebbe negativamente sulla «profittabilità del settore bancario, oltre che sulla sua capacità di sostenere l'economia reale»<sup>59</sup>. Senza considerare il rischio che le attività più pericolose finiscano per diventare esclusivo appannaggio del c.d. *shadow banking system*<sup>60</sup>, ossia di quell'insieme di soggetti che si comportano

---

believe today's text is a reasonable and pragmatic compromise which forms a solid basis for future trilogues».

<sup>57</sup>Costituito dal Regolamento Ue n. 575 del 2013, del 26 giugno 2013 (*Crr-Capital Requirements Regulation*) relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (Ue) n. 648/2012; e la direttiva 2013/36/Ue, sempre del 26 giugno 2013 (*Crd-Capital Requirements Directive*), sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/Cee abroga le direttive 2006/48/Ce e 2006/49/Ce. Sul punto, v. ancora D. MASCIANDARO, *Il modello sbagliato della banca universale 2.0*, cit.

<sup>58</sup>Per uno studio sugli effetti che la separazione delle attività potrebbe avere sull'attività bancaria, v. GAMBACORTA, VAN RIXTEL, *Structural bank regulation initiatives: approaches and implication*, in *Bancaria*, 2013, p. 18 ss.; con riferimento, invece, alla redditività delle banche italiane, si v. il documento della Direzione Strategie e Mercati finanziari dell'ABI, dal titolo "*Le tendenze della redditività delle banche italiane nel 2012 e all'inizio del 2013*", pubblicato in *Bancaria*, 2013, fasc. 6, 2 ss., ove nelle conclusioni si precisa che «il ruolo della banca commerciale rimane determinante nel finanziamento dell'economia italiana ed europea. E' opportuno che nel medio periodo nuovi canali di finanziamento sul mercato dei capitali si affianchino al canale bancario. La redditività delle banche commerciali è strutturalmente inferiore a quella di altri modelli di banca ma oggi per le banche italiane è ai minimi storici».

<sup>59</sup>Cfr. BERNARDI, *Le proposte di riforma del settore bancario*, cit., 45 ove lamenta che le nuove regole «impattano sui costi di finanziamento delle banche; limitano la capacità di diversificare le fonti di profitto; riducono la gamma di prodotti che è possibile offrire alla clientela; impongono nuovi costi di *compliance*». L'A., peraltro, fornisce una sintesi della posizione trasmessa dall'ABI alla Commissione Europea nell'ambito della consultazione da essa lanciata nel corso del 2013, che ha cercato di valorizzare le specificità del settore bancario italiano.

<sup>60</sup>In altre parole, un fenomeno complesso e strettamente intrecciato con la questione delle riforme strutturali, di cui era già consapevole il Liikanen Report, che anzi vedeva proprio nella separazione strutturale un modo per «reduce the interconnectedness between banks and the shadow banking system, which has been a source of contagion in a system-wide banking crisis» (cfr. Liikanen Report, 116.). La Commissione ha avuto modo di riflettere sul tema, dapprima con la Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo, *Il sistema bancario*



come istituti di credito, sebbene non siano coperti dalla *safety net*, costituita dalla garanzia sui depositi e dal banchiere centrale.

Ciononostante, non possiamo dimenticare che il processo di costituzione di un'effettiva Unione bancaria, che in un futuro dovrà essere guidato da un *Single Rule Book*, perderebbe qualsiasi senso se fosse davvero consentito ai diversi Paesi di intervenire, unilateralmente, sul tipo di attività che gli istituti creditizi possono svolgere.

Di conseguenza, con questo scritto, si è cercato di evidenziare come le proposte di regolazione europea sulle riforme strutturali – iniziate con il Rapporto Liikanen e giunte sino alla bozza del Consiglio del 2015 – stiano dando vita a una vera e propria *escalation* verso un sistema con regole sempre più complesse, per separare le attività di trading vietate da quelle consentite, cui si accompagna una maggior libertà di azione lasciata ai Paesi membri. In altre parole, sembrerebbe corretto parlare di una pericolosa tendenza del legislatore europeo verso una “degenerativa complessità”<sup>61</sup>.

L'esatto contrario di quanto richiedeva il Rapporto Liikanen per consentire un efficace procedimento di assimilazione.

Ecco perché, a parere di chi scrive, questa deriva deve essere denunciata e possibilmente fermata.

Non solo.

A ben guardare, dal tetro quadro che si è tratteggiato, potrebbe anche emergere un aspetto positivo.

---

*ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario*, del 4 settembre 2013, fino a giungere al Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli, del 16 novembre 2016 (c.d. *securities financial transaction*). Da ultimo sul tema, anche se con specifico riferimento agli interventi del legislatore italiano, BARBAGALLO, *Lo shadow banking e la regolamentazione italiana*, in *Bancaria*, 2015, fasc. 3, 18 ss.

<sup>61</sup>Già nel 2011, DOLMETTA riteneva che il prodotto del legislatore italiano in materia bancaria non solo non fosse «buono (né) trasparente. All'opposto, i recenti interventi del legislatore “bancario” risultano caratterizzati – in via fisiologica, verrebbe addirittura da dire – da pregnante, forte opacità», cfr. nel suo saggio *Sulla nozione di «banca» e di «trasparenza»: spunti dal d.lgs. n. 141/2010*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 2, 2011, 229.

Le difficoltà che sta incontrando la regolazione di questo profilo, sia a livello europeo, sia americano<sup>62</sup>, potrebbero infatti dimostrare che è proprio questo il tasto su cui premere per poter cambiare le regole del gioco e rendere davvero più sicuro il sistema finanziario<sup>63</sup>.

Del resto, non si dice che “*La lingua batte dove il dente duole*”<sup>64</sup>?

## Francesca Mattassoglio

*Ricercatore confermato di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Milano Bicocca*

---

<sup>62</sup>Per l'accidentato percorso di attuazione della *Volcker Rule* v. *supra* nota 48.

<sup>63</sup>Secondo ancora NIGRO, *Dalla banca alla banca*, cit., 20, l'approvazione della proposta di regolamento della Commissione del 2014 avrebbe dovuto costituire un presupposto fondamentale «se si vorrà essere coerenti fino in fondo con l'idea che il cuore dell'attività delle banche – di tutte le banche indipendentemente dalle loro dimensioni – la ragion d'essere della loro esistenza sia l'attività bancaria in senso stretto, tutto il resto essendo un “collaterale” che può essere gestito dalla banca liberamente solo finché non ponga in crisi l'esercizio della funzione creditizia». Per un'allarmante denuncia circa l'inutilità delle riforme finora attuate, v. ADMATI, HELLWIG, *The Bankers' New Clothes. What's Wrong with Banking and What to Do about it*, Princeton University Press, 2013, nella cui prefazione al volume avvertono che «Do not believe those who tell you that things are better now than they had been prior to the financial crisis of 2007-2009 and that we have a safer system that is getting even better as reforms are put in place. Today's banking system, even with proposed reforms, is dangerous and fragile as the system brought us the recent crisis».

<sup>64</sup>Il detto è oggi anche il titolo di un volume di CAMILLERI e DE MAURO, Editore da Laterza, 2014.

## LA STRATEGIA REGOLATORIA PER IL MERCATO ASSICURATIVO: SOLVENCY II\*.

*(Regulatory strategy for insurance market: Solvency II)*

**ABSTRACT:** *This paper is divided into two parts the aim of the first part is to briefly review, in a synthetic way, the european and national system of rules concerning “Solvency II”.*

*The second part of paper is dedicated in particular to the actuarial function which is considered one of the four key functions included in the System of Governance.*

**SOMMARIO:** 1. La disciplina comunitaria e nazionale. - 2. I tre pilastri di Solvency II: cenni. - 3. La funzione attuariale in Solvency II come funzione chiave.

1. Solvency II ha inteso elaborare un sistema patrimoniale delle imprese di assicurazione stabile, finalizzato a ridurre il più possibile i rischi di insolvenza, e un impianto di vigilanza prudenziale – armonizzato a livello europeo – idoneo a garantire maggiormente la tutela degli assicurati e la stabilità del mercato assicurativo.

La Direttiva 2009/138/UE in materia di accesso ed esercizio dell’attività assicurativa e di riassicurazione ne costituisce il nucleo essenziale; il suo obiettivo primario è l’eliminazione delle differenze più significative esistenti tra le legislazioni degli Stati membri con riguardo all’esercizio dell’attività assicurativa e riassicurativa e la garanzia di una tutela più adeguata nei confronti degli assicurati.

Il perseguimento di tale obiettivo, tuttavia, è stato ostacolato dalla crisi finanziaria dell’ultimo decennio che ha evidenziato gravi carenze nella vigilanza, sia

---

\* Contributo approvato dai revisori.

in relazione a casi specifici, sia in relazione al sistema finanziario nel suo complesso. Sono emerse, in particolare, lacune in materia di cooperazione, coordinamento, applicazione coerente del diritto dell'Unione europea e fiducia tra le autorità nazionali competenti<sup>1</sup>.

Si è reso, quindi, necessario nel 2014 un nuovo intervento del legislatore comunitario con la Direttiva 2014/51/UE (c.d. Omnibus II), la quale ha tenuto conto della nuova architettura della vigilanza europea nel contesto assicurativo e previdenziale, nell'ambito della quale assume un ruolo centrale l'EIOPA (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali istituita con il Regolamento (UE) 24 novembre 2010, n. 1094).

La suddetta direttiva ha tenuto, altresì, conto delle nuove procedure "legislative" contemplate dal Trattato di Lisbona tra le quali la possibilità per la Commissione Europea di emanare atti delegati (art. 290 TFUE) e atti esecutivi contenenti, in particolare, standard tecnici (art. 291 TFUE) che presentano la caratteristica fondamentale di trovare immediata applicazione negli ordinamenti nazionali<sup>2</sup>.

Su delega della Direttiva Omnibus II, la Commissione europea ha, quindi, emanato il Regolamento delegato 17 gennaio 2015, n. 35 il quale ha integrato la Direttiva 2009/138/CE e ha trovato diretta applicazione nel nostro ordinamento.

Trovano, inoltre, immediata applicazione a livello nazionale anche gli standard tecnici emanati dalla Commissione europea, attraverso i Regolamenti di esecuzione sulla base dei testi redatti dall'EIOPA.

---

<sup>1</sup>Considerando n. 1 della Direttiva Omnibus II.

<sup>2</sup>Più specificamente l'art. 290 TFUE prevede che attraverso un atto legislativo si possa delegare alla Commissione il potere di adottare "atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo". L'art. 291 TFUE, invece, prevede che, quando siano necessarie "condizioni uniformi di esecuzione", la competenza esecutiva possa essere conferita alla Commissione ovvero, in casi specifici, al Consiglio. Sul rapporto tra gli atti delegati e gli atti di esecuzione cfr. la Comunicazione della Commissione al Parlamento e al Consiglio. Attuazione dell'art. 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, COM (2009) 673, del 9 dicembre 2009, in cui si evidenzia che "un atto disciplinato dall'articolo 290 è escluso per antonomasia dal campo d'applicazione dell'articolo 291, e viceversa. È palese che per gli ideatori del nuovo trattato questi due articoli si escludevano a vicenda. Gli atti che ne derivano portano non a caso denominazioni giuridiche differenti".

Sul fronte nazionale, completa il quadro normativo di Solvency II il recente d.lgs. 12 maggio 2015, n. 74, il quale, modificando ed integrando il codice delle assicurazioni, ha dato attuazione alla Direttiva 2009/138<sup>3</sup> il cui termine di recepimento, dopo una serie di rinvii, era stato fissato al 1 gennaio 2016.

Meritano, infine, un cenno le c.d. linee guida che l'Autorità di vigilanza europea ha emanato al fine di garantire l'applicazione uniforme e coerente del regime di Solvency II; tali atti, differentemente dal Regolamento delegato, non sono direttamente applicabili ma, per esplicare efficacia, necessitano di un apposito recepimento negli ordinamenti nazionali attraverso l'emanazione di norme secondarie quali, a titolo esemplificativo, i regolamenti delle Autorità indipendenti dei singoli Stati membri.

E' appena il caso di precisare che una linea guida emanata dall'EIOPA potrebbe non essere recepita nell'ambito di un ordinamento nazionale ma, in tal caso, l'Autorità di vigilanza nazionale dovrebbe indicare le ragioni per le quali non ha provveduto a recepirla, secondo la procedura nota come *comply or explain*. In altri termini, le linee guida provenienti dall'EIOPA esplicano la loro efficacia esclusivamente nei confronti delle autorità di vigilanza nazionali e non nei confronti delle imprese di assicurazione.

Nel nostro ordinamento, il meccanismo del *comply or explain* ha trovato il suo referente normativo negli artt. 3 *bis* e 191 cod. ass.: l'art. 3 *bis*, introdotto dal già citato d.lgs n. 74 attuativo della Direttiva 2009/138, al comma 5, stabilisce che l'Ivass "partecipa alle attività dell'EIOPA e si conforma ai suoi orientamenti e raccomandazioni, fornendo adeguata motivazione ove ritenga di non conformarsi; l'art. 191, rubricato "Potere regolamentare", anch'esso modificato per effetto del recepimento della Direttiva 2009/138, attribuisce all'Ivass il potere di emanare regolamenti o altre disposizioni di carattere generale non più solo per l'attuazione

---

<sup>3</sup>Per un primo commento della disciplina nazionale di Solvency II cfr.: MARINO - COSTA, *L'attuazione in Italia della direttiva Solvency II: un quadro di sintesi*, ottobre 2015, in *Diritto bancario.it*

delle norme contenute nel codice delle assicurazioni, ma altresì delle disposizioni direttamente applicabili dell'Unione europea, nonché delle raccomandazioni, linee guida e altre disposizioni emanate dalle Autorità di vigilanza europee.

Al momento sono in pubblica consultazione una molteplicità di Regolamenti emanati dall'Ivass contenenti disposizioni atte a specificare le misure di Solvency II nei confronti delle imprese di assicurazione.<sup>4</sup>

Ancora prima dell'attuazione della disciplina comunitaria, tuttavia, l'Istituto aveva provveduto ad anticipare alcuni profili del nuovo regime recependo il contenuto di talune linee guida emanate dall'EIOPA. Tale recepimento è avvenuto attraverso due modalità: la prima consistente nella semplice modificazione dei preesistenti Regolamenti n. 36 del 31 gennaio 2011<sup>5</sup>, n. 20 del 26 marzo 2008 e n. 15 del 20 febbraio 2008<sup>6</sup>; la seconda nell'emanazione di lettere al mercato.

Quanto alla prima modalità, merita un cenno, in particolare, il Regolamento n. 20 del 2008 recante disposizioni in materia di controlli interni, gestione dei rischi, *compliance* ed esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione.

Tale provvedimento ha dato attuazione agli articoli 87 e 191, comma 1, lettera c) del cod. ass., che attribuiscono all'Ivass il potere di dettare disposizioni in materia di adeguatezza del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi delle imprese e dei gruppi assicurativi. Il Regolamento (in particolare i capi II, III e IV) ha riprodotto in larga parte le disposizioni della previgente circolare Isvap n. 577/D del 30 dicembre 2005<sup>7</sup>. Le principali innovazioni apportate riguardano il capo V, concernente l'istituzione di una funzione di *compliance* nelle imprese di assicurazione, e il capo VIII, che introduce la disciplina dell'esternalizzazione delle attività delle imprese di assicurazione. Con tali modifiche, l'Ivass ha inteso

---

<sup>4</sup>L'elenco dei regolamenti in pubblica consultazione è rinvenibile nel sito dell'Ivass [www.ivass.it](http://www.ivass.it), nell'apposita sezione dedicata a Solvency II.

<sup>5</sup>Regolamento concernente le linee guida in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche di cui agli articoli 38, comma 2, 39, comma 3, 40, comma 3, 42, comma 3 e 191, comma 1, lett. d, cod. ass.

<sup>6</sup>Regolamento concernente il gruppo assicurativo di cui al Titolo VII (assetto proprietari e gruppo assicurativo), Capo IV (gruppo assicurativo), cod. ass.

<sup>7</sup>Circolare Isvap avente ad oggetto "Disposizioni in materia di sistema dei controlli interni e gestione dei rischi", abrogata dal Regolamento Isvap n. 20 del 2008.

rafforzare i requisiti qualitativi di gestione che, unitamente ai requisiti prudenziali di tipo quantitativo, rappresentano i presidi a salvaguardia della stabilità delle imprese e dei gruppi assicurativi. La disciplina di tali aspetti, come affermato dall'Istituto nella Relazione di accompagnamento, si pone in linea con i più recenti orientamenti internazionali in materia di vigilanza prudenziale a fini della stabilità del settore assicurativo e consente di agevolare la graduale transizione del mercato e della Autorità di vigilanza verso il nuovo regime di Solvency II. L'approccio regolamentare segue una impostazione *principle based*, ovvero una volta individuati gli obiettivi e i requisiti principali che le imprese di assicurazione devono perseguire e rispettare, si attribuisce alle stesse piena autonomia nella definizione dei propri modelli gestionali; ciò alla luce anche del già citato principio di proporzionalità, in virtù del quale l'Istituto di vigilanza tiene conto delle dimensioni e della natura delle attività svolte dalle imprese di assicurazione.

Quanto alla seconda modalità di recepimento delle linee guida EIOPA, ovvero le lettere al mercato, l'Ivass ne ha emanato una molteplicità nel corso degli ultimi mesi, per consentire alle imprese di assicurazione di prepararsi all'imminente entrata in vigore del regime di Solvency II<sup>8</sup>.

In conclusione, il quadro regolamentare di Solvency II è complesso ed articolato: come efficacemente sottolineato dall'Ivass<sup>9</sup>, esso si presenta come un edificio di quattro piani. Al primo vi è la Direttiva, che contiene i principi quadro; al

---

<sup>8</sup>Vengono in considerazione una molteplicità di lettere al mercato emanate dall'Istituto nell'ultimo anno e mezzo che ha preceduto l'entrata in vigore del regime di Solvency II; tra le principali, si rammenta: la lettera del 15 aprile 2014, concernente l'applicazione degli Orientamenti EIOPA in materia di sistema di *governance*, di valutazione prospettica dei rischi, di trasmissione di informazioni alle Autorità nazionali competenti e di procedura preliminare dei modelli interni; lettera del 24 marzo 2015 concernente la pubblicazione delle linee-guida emanate dall'EIOPA in materia di sistema di valutazione prospettica dei rischi e i conseguenti chiarimenti per la preparazione a Solvency II; la lettera del 25 luglio 2015 concernente ulteriori indicazioni in materia di funzione attuariale. La lettera del 28 luglio 2015 concernente la pubblicazione delle linee-guida in materia di sistema di *governance* e conseguenti chiarimenti per la preparazione a Solvency II, in particolare, sulla funzione attuariale. Di quest'ultima si avrà modo di specificare il contenuto nel prosieguo.

<sup>9</sup>Audizione Ivass nell'ambito dell'esame dell'atto del Governo n. 146. Schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione, 25 marzo 2015.

secondo vi sono i regolamenti emanati dalla Commissione Europea – gli atti delegati e gli standard tecnici– che hanno efficacia diretta nell’ordinamento nazionale; al terzo piano vi sono le linee guida EIOPA, che non trovano immediata applicazione ma devono essere recepite da norme secondarie (es. regolamenti delle Autorità indipendenti), le quali, infine, costituiscono il quarto piano, il sottotetto, del complesso edificio normativo.

2. Ciò premesso, il regime Solvency II si compone di tre pilastri fondamentali e una disciplina organica sui gruppi: il primo pilastro stabilisce i nuovi requisiti patrimoniali quantitativi di solvibilità; esso riguarda, in particolare, le riserve tecniche, il requisito patrimoniale di solvibilità e il requisito patrimoniale minimo.

Il secondo pilastro introduce i requisiti qualitativi di *governance*, complementari a quelli quantitativi del Primo pilastro, finalizzati a valutare l’esposizione complessiva e la capacità patrimoniale dell’impresa assicurativa di far fronte ai rischi assunti.

Il terzo pilastro, infine, riguarda i requisiti di informativa ai fini della vigilanza e della trasparenza nei confronti dell’autorità di vigilanza e del mercato. Quest’ultimo pilastro prevede, sostanzialmente, due canali informativi: uno privato con l’autorità di vigilanza, l’altro pubblico con il mercato<sup>10</sup>.

Come sottolineato, il sistema a tre pilastri si caratterizza per l’interdipendenza tra gli aspetti quantitativi relativi ai requisiti di capitale richiesti all’impresa di assicurazione e qualitativi riguardanti il *risk management*<sup>11</sup>. Il legislatore comunitario al considerando n. 29 della Direttiva 2009/138 sottolinea, infatti, che un sistema di *governance* efficace è essenziale per la gestione adeguata dell’impresa di assicurazione, posto che taluni rischi possono essere affrontati correttamente solo tramite i requisiti del suddetto sistema anziché tramite i

---

<sup>10</sup>Sul punto GIAMPAOLINO, *Le assicurazioni. L’impresa e i contratti*, nel *Tratt. dir. comm.*, 3, diretto da Costi, Milano, 2013, p. 15.

<sup>11</sup>Cfr. SELLERI, *L’impatto di Solvency II sull’organizzazione dell’impresa di assicurazione: verso l’organizzazione per processi?*, in *Dir. ed econ. dell’assicurazione*, 2010, p. 606.



requisiti quantitativi riflessi nel requisito patrimoniale di solvibilità. Anche l'Ivass ha evidenziato che gli standard di *governance* richiesti dalla nuova disciplina costituiranno un fondamentale presupposto di solvibilità delle imprese di assicurazione<sup>12</sup>.

Quanto all'ambito di applicazione soggettivo del nuovo regime di Solvency II, l'art. 4 della Direttiva 2009/138 specifica che sono escluse le imprese di assicurazioni che presentano un incasso annuo di premi lordi contabilizzati pari a 5 milioni di euro o per le quali il totale delle riserve tecniche, a lordo degli importi recuperabili dalla riassicurazione, non supera 25 milioni di euro. Pertanto, il legislatore comunitario, in ossequio al principio di proporzionalità, in ragione delle piccole dimensioni di siffatte imprese, ha ritenuto che fosse opportuno non assoggettarle al regime stabilito dalla Direttiva.

3. Come già sottolineato, il c.d. secondo Pilastro in cui si articola la disciplina di Solvency II attiene al sistema di *governance*: esso si sviluppa in quattro funzioni fondamentali, denominate anche funzioni chiave, importanti e cruciali:

- la funzione di gestione dei rischi (art. 44 direttiva)
- la funzione di verifica della conformità (art. 46 della direttiva)
- la funzione di *audit* interno (art. 47 direttiva)
- la funzione attuariale (art. 48 della direttiva)

E' la stessa Direttiva 2009/138 a specificare che per funzione si intende "la capacità amministrativa di svolgere determinate funzioni di *governance*"<sup>13</sup>.

Alla funzione attuariale sono attribuiti compiti di coordinamento, di

---

<sup>12</sup>Intervento del Presidente dell'Ivass presso l'ANIA, La regolazione europea delle assicurazioni, 1 luglio 2014.

<sup>13</sup>Occorre precisare che il Considerando 31 della Direttiva evidenzia che "l'individuazione di una determinata funzione non impedisce all'impresa di decidere liberamente in che modo organizzare tale funzione nella pratica, salvo che sia diversamente disposto dalla direttiva. Ciò non dovrebbe comportare requisiti indebitamente onerosi, perché occorre tener conto della natura, della portata e della complessità delle operazioni dell'impresa. Dovrebbe pertanto essere possibile affidare le suddette funzioni al personale interno dell'impresa, avvalersi della consulenza di specialisti esterni o esternalizzarle ad esperti nei limiti fissati dalla direttiva".

gestione e di controllo sul calcolo e sulla determinazione delle riserve tecniche nonché compiti di valutazione della politica di sottoscrizione e degli accordi di riassicurazione<sup>14</sup>.

E' essenziale che i soggetti che ne vengono investiti da parte dell'impresa di assicurazione siano in possesso di specifici requisiti di professionalità: la funzione attuariale è, infatti, esercitata da persone che dispongono di conoscenze di matematica attuariale e finanziaria, commisurate alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione e che vantino un'esperienza pertinente in materia.

L'art. 272 del Regolamento delegato n. 35 del 2015 contiene ulteriori specificazioni attinenti a siffatta funzione, precisando che è compito dei soggetti dediti allo svolgimento della stessa elaborare una relazione scritta che deve essere presentata all'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza almeno una volta all'anno. La relazione documenta tutti i compiti svolti nell'ambito della funzione attuariale e i risultati ottenuti, individua con chiarezza eventuali deficienze e fornisce raccomandazioni su come porvi rimedio.

Si segnalano, inoltre, le Linee guida emanate dall'EIOPA "Orientamenti sul sistema di *governance* del 31 ottobre 2013<sup>15</sup>, in cui vengono specificati i compiti

---

<sup>14</sup>L'art. 48 della Direttiva specifica che 1. Le imprese di assicurazione e di riassicurazione prevedono una funzione attuariale efficace che: a) coordini il calcolo delle riserve tecniche; b) garantisca l'adeguatezza delle metodologie e dei modelli sottostanti utilizzati nonché delle ipotesi fatte nel calcolo delle riserve tecniche; c) valuti la sufficienza e la qualità dei dati utilizzati nel calcolo delle riserve tecniche; d) raffronti le migliori stime con i dati tratti dall'esperienza; e) informi l'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza in merito all'affidabilità e all'adeguatezza del calcolo delle riserve tecniche; f) supervisioni il calcolo delle riserve tecniche nei casi di cui all'articolo 82; g) esprima un parere sulla politica di sottoscrizione globale; h) esprima un parere sull'adeguatezza degli accordi di riassicurazione; e i) contribuisca ad applicare in modo efficace il sistema di gestione dei rischi di cui all'articolo 44, in particolare rispetto alla modellizzazione dei rischi sottesa al calcolo dei requisiti patrimoniali di cui al capo VI, sezioni 4 e 5 e rispetto alla valutazione di cui all'articolo 45.

<sup>15</sup>Tali orientamenti (nel prosieguo "linee guida"), emanati ai sensi dell'art. 16 del Regolamento UE n. 1094/2010 (c.d. Regolamento EIOPA), sono indirizzati alle Autorità di vigilanza nazionali e, in sostanza, anticipano parti del futuro regime di vigilanza prudenziale Solvency II. Le linee guida, al di là degli obiettivi generali di miglioramento dell'efficacia della supervisione, hanno lo scopo di assicurare che le imprese di assicurazione e di riassicurazione che saranno assoggettate al regime Solvency II si preparino per tempo alla sua prima applicazione, prevista, come si è già avuto modo di precisare, per il 1° gennaio 2016. L'obiettivo delle linee guida è anche quello di assicurare che l'avvicinamento al nuovo regime Solvency II avvenga in maniera armonizzata nei vari Stati

riconducibili a tale funzione ed evidenziate le problematiche concernenti i conflitti di interesse<sup>16</sup>.

Come già accennato in precedenza, a seguito della legge delega 7 ottobre 2014, n. 54, il legislatore italiano ha recepito la Direttiva 2009/138 con il d.lgs. 12 maggio 2015, n. 74, il quale ha apportato alcune modifiche al codice delle assicurazioni.

Innovativa è anzitutto l'introduzione della definizione di "funzione", (lett. q *bis*) che, analogamente a quanto contemplato nella Direttiva, è identificata "come la capacità interna all'impresa di assicurazione e di riassicurazione di svolgere compiti concreti; un sistema di *governance* comprende la funzione di gestione del rischio, la funzione di verifica di conformità, la funzione di *audit* interno, e, (appunto), la funzione attuariale".

La disciplina della funzione attuariale - da considerarsi al pari delle altre sopraindicate, fondamentale, essenziale ed importante - è contenuta nell'art. 30 *sexies* il quale riproduce, nella sostanza, l'art. 48 della Direttiva 2009/138, salvo che per la precisazione dei soggetti abilitati all'esercizio della funzione.

Diversamente dalla Direttiva, la quale fa riferimento a soggetti in possesso di specifiche competenze in materia di matematica attuariale, il comma 2 dell'art. 30 *sexies*, non senza accese discussioni in seno al Consiglio nazionale degli attuari<sup>17</sup>, sancisce che "la funzione attuariale è esercitata da un attuario iscritto

---

membri.

<sup>16</sup>V., in particolare, nel Capitolo VIII: Funzione attuariale, l'Orientamento 38 – Compiti della funzione attuariale. 1.75. "In conformità dell'articolo 48 della direttiva solvibilità II, le autorità nazionali competenti dovrebbero assicurare che l'impresa adotti misure idonee ad affrontare i potenziali conflitti di interesse, qualora decida di affidare compiti o attività ulteriori ai compiti e alle attività della funzione attuariale". Cfr., altresì, l'Orientamento 43 - Segnalazioni attuariali all'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza "In conformità dell'articolo 48 della direttiva solvibilità II, le autorità nazionali competenti dovrebbero assicurare che l'impresa richieda alla funzione attuariale di preparare almeno una volta l'anno una relazione scritta da sottoporre all'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza. La reportistica dovrebbe documentare tutti i compiti rilevanti svolti dalle funzioni attuariali e i relativi risultati nonché individuare chiaramente eventuali carenze e formulare raccomandazioni su come porvi rimedio".

<sup>17</sup>Sul punto cfr.: l'Audizione del Presidente del Consiglio Nazionale degli Attuari presso la X Commissione Industria del Senato della Repubblica sul recepimento della Direttiva 2009/138/CE (Solvency II) – Schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 10 febbraio

nell'albo professionale di cui alla l. 9 febbraio 1942, n. 194, ovvero da soggetti che dispongono di: a) conoscenze di matematica attuariale e finanziaria, adeguate alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa; b) comprovata esperienza professionale nelle materie rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico.

Il profilo in esame è stato oggetto di dibattito, nelle more della approvazione del decreto legislativo, all'interno del Consiglio nazionale degli attuari, il quale ha evidenziato la necessità che allo svolgimento della funzione attuariale fossero adibiti esclusivamente gli attuari iscritti all'albo nazionale; l'iscrizione all'albo, infatti, presupponendo il possesso di specifici e stringenti requisiti, costituirebbe una garanzia della professionalità ed indipendenza degli attuari, chiamati a svolgere siffatta delicatissima funzione.

La norma di recepimento ha tuttavia recepito una soluzione diversa, e per certi versi di compromesso, atteso che la funzione attuariale può ma non deve necessariamente essere esercitata da attuari iscritti all'albo. Pertanto viene meno il ruolo esclusivo dell'attuario iscritto all'albo, previsione che è apparsa "in contrasto con il nostro ordinamento, con le esigenze di protezione degli interessi pubblici coinvolti nell'esercizio dell'impresa assicurativa, primo fra tutti quello di garanzia di solvibilità del sistema"<sup>18</sup>.

L'Ivass sulla problematica in questione ha assunto una posizione per certi versi antitetica – e polemica - a quella del Consiglio degli attuari evidenziando che la scelta di considerare l'iscrizione all'albo degli attuari condizione sufficiente per l'esercizio della funzione "solleva dubbi sulla corretta trasposizione nell'ordinamento italiano della norma comunitaria ed espone l'Italia ad imbarazzi in ambito europeo"<sup>19</sup>. L'essenzialità e l'importanza della funzione attuariale è tale da non potersi ritenere sufficiente una mera iscrizione ad un albo professionale dei

---

2015 riguardante il codice delle assicurazioni private novellato (atto di Governo n. 146), 26 marzo 2015. Sul punto cfr. altresì V., altresì, il Parere reso dal Prof. Gallo su richiesta del Consiglio dell'ordine degli Attuari consultabile [www.senato.it](http://www.senato.it)

<sup>18</sup>Cfr. ancora: l'Audizione del Presidente del Consiglio Nazionale degli Attuari, cit.

<sup>19</sup>Cfr.: Audizione Ivass nell'ambito dell'esame dell'atto di Governo n. 146, cit.

soggetti chiamati a svolgerla; siffatta iscrizione, infatti, potrebbe essere considerata una prova del possesso delle necessarie conoscenze di cui al punto a) del comma 2 dell'art. 30 *sexies*, ma non una garanzia dell'esperienza professionale di cui al punto b).

Ulteriore profilo problematico sul quale occorre soffermarsi brevemente è il rapporto tra la funzione attuariale, così come contemplata dalla Direttiva 2009/138 poi recepita dal d.gs. n. 74 del 2015, e la figura dell'attuario incaricato e dell'attuario revisore oggetto di disciplina nel codice delle assicurazioni prima dell'attuazione della disciplina comunitaria<sup>20</sup>.

Per il Consiglio nazionale degli attuari si tratta di attività ben distinte: da una parte la funzione attuariale, la quale è una funzione aziendale parte di un più ampio sistema di *governance* dei rischi, dall'altra una figura professionale contemplata dal legislatore a garanzia degli assicurati che abbiano stipulato contratti di assicurazione afferenti ai rami vita e rc auto di particolare importanza nel settore assicurativo. Viceversa, secondo l'Autorità di vigilanza il d.lgs. n. 74 del 2015, in conformità a quanto disposto dalla direttiva e con l'obiettivo di evitare la duplicazione di figure con incarichi simili, ha espunto il riferimento all'attuario incaricato e le corrispondenti norme contenute nel codice delle assicurazioni, essendo i relativi compiti attribuiti dalla direttiva alla nuova funzione attuariale.

L'Istituto di vigilanza ha avuto modo di ribadire siffatta posizione in una recente lettera al mercato<sup>21</sup> nella quale ha chiarito in modo netto che, nel nuovo contesto normativo, è stata eliminata la figura dell'attuario revisore e dell'attuario incaricato per i rami rc auto e vita.

---

<sup>20</sup>Sull'attuario incaricato cfr.: RUSSO, *Le condizioni di esercizio dell'attività assicurativa*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, 2006, 151 ss.; CARLUCCI, sub art. 34 cod. ass., in *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Capriglione, con la collaborazione di Alpa e Antonucci, V. I, 1, Padova, 2007, 296 ss. Sull'attuario revisore cfr.: DE CICCIO, sub art. 103 cod. ass., in *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, cit., 447 ss.

<sup>21</sup>Lettera al mercato del 28 luglio 2015 concernente la pubblicazione delle linee guida EIOPA in materia di sistema di *governance* e conseguenti chiarimenti per la preparazione a *Solvency II*, in particolare, sulla funzione attuariale.

Nel documento in esame, l'Ivass ha, inoltre, ulteriormente precisato le competenze e i compiti connessi alla funzione attuariale: premesso che la disciplina comunitaria, nel rispetto di determinati presupposti<sup>22</sup>, attribuisce all'impresa di assicurazione un'ampia discrezionalità in ordine alla ripartizione dei compiti e delle funzioni tra le varie unità organizzative presenti al suo interno, alla funzione attuariale possono essere attribuiti compiti ulteriori rispetto a quelli stabiliti dalla disciplina normativa, oppure essa può essere "accorpata" con la funzione di revisione interna o *internal auditing* o, infine, può essere esternalizzata.

Come già specificato in precedenza, la funzione di *audit* interno o revisione interna costituisce una delle quattro funzioni chiave del sistema di *governance* in cui si sostanzia il secondo Pilastro di Solvency II. Sull'eventualità, peraltro non esclusa dall'art. 271 del Regolamento delegato 2015/35, che l'impresa di assicurazioni decida, per esigenze organizzative, di accorpare tale funzione a quella attuariale, l'Ivass, nella citata lettera, evidenzia che tale opzione deve essere considerata come una possibilità eccezionale, dettata esclusivamente da esigenze particolari e che in ogni caso dovrà tener conto dei limiti contemplati dal già richiamato art. 271 del Regolamento delegato. Quest'ultima norma, nello specifico, consente di attribuire all'organo incaricato di *audit* interno, altre funzioni fondamentali (compresa quindi quella attuariale) a condizione che tale "accorpamento": a) sia compatibile con la natura, la portata e la complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa assicurativa; b) non faccia sorgere conflitti di interesse per i soggetti svolgenti la funzione di *audit* interno ed, infine, c) che i costi di mantenimento del personale preposto in modo esclusivo allo svolgimento della funzione di *audit* interno siano sproporzionati rispetto alle spese amministrative totali a carico dell'impresa assicurativa.

Per quanto attiene all'esternalizzazione<sup>23</sup> della funzione attuariale, tale

---

<sup>22</sup>Il presupposto è che siffatti compiti e le conseguenti responsabilità siano chiaramente definiti in un documento approvato dal consiglio di amministrazione e reso noto all'interno dell'impresa.

<sup>23</sup>L'art. 1, lett. n-*quinquies* del cod. ass.,, come modificato dal d.lgs. n. 74 del 2015, definisce

opzione organizzativa assunta dall'impresa di assicurazione non deve pregiudicare il suo sistema di *governance*<sup>24</sup>: a tal fine l'Ivass raccomanda di individuare in modo chiaro i rapporti tra il responsabile della funzione attuariale interno all'impresa e i soggetti cui sono affidati incarichi attuariali. Sempre nell'ottica di garantire un efficiente sistema di gestione dei rischi, basato su una visione organica di tutti i rischi cui l'impresa è esposta, in piena coerenza con la filosofia dell'impianto di Solvency II, è auspicabile da parte dell'Ivass che si crei una stretta cooperazione tra la funzione di *risk management* e quella attuariale.

Ciò che all'Istituto preme sottolineare, in definitiva, è che qualunque sia la soluzione organizzativa ritenuta dall'impresa più rispondente alla specifica realtà aziendale, tale opzione non pregiudichi l'indipendenza e l'autonomia che necessariamente devono connotare la funzione attuariale, attivando a tal fine procedure idonee ad evitare l'insorgenza di conflitti di interesse.

### **Elisabetta Piras**

*Ricercatore a tempo determinato di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Cagliari*

---

l'attività di esternalizzazione come "l'accordo concluso tra un'impresa di assicurazione o di riassicurazione e un fornitore di servizi, anche se non autorizzato all'esercizio dell'attività assicurativa o riassicurativa, in base al quale il fornitore di servizi esegue una procedura, un servizio o un'attività, direttamente o tramite sub esternalizzazione, che sarebbero altrimenti realizzati dall'impresa di assicurazione o di riassicurazione stessa".

<sup>24</sup>Sul punto cfr. l'art. 49 della Direttiva 2009/138 il quale indica i limiti entro i quali ad una impresa è consentito l'esternalizzazione delle funzioni o di qualsiasi altra attività assicurativa o riassicurativa.

**GIUSTO PROCESSO,  
AUTORITÀ E MODELLI SANZIONATORI.  
IL CASO CONSOB\*.**

*(Adjudication and sanctioning proceedings in Italy)*

**ABSTRACT:** *The issue of the so called Independent Authorities, their sanctioning procedures and the compatibility with European principles, particularly that of a due process, has been recently the subject of a lively debate, which involved both the ECHR case law and the national jurisprudence. The European Court of Human Rights (ECHR) has recently ruled in a well known case concerning the sanctioning procedure of the Italian authority on securities market (Consob). The 2014 decision in the case "Grande Stevens and Others v. Italy" raises numerous complex issues concerning the regulation of market abuses in Italy, in Europe as well as in other systems. The sanctioning procedure adopted by Consob has been declared inconsistent with the principles of "due process" stated by art. 6 of the ECHR Convention, because of a "lack of objective impartiality" of the Authority, the failure to comply with the equality of arms between the prosecution and the defence and the lack of a public hearing. The sentence had some resonance in Italy, where the administrative judge has taken a debated position, hoping for a reform of the system of the authorities. The issue involves different profiles regarding, among others, the organization of the independent authorities and the need for separation between the investigation function and the decision one (judge versus jury); the debate on the nature and functions of quasi-judicial or simple administrative Authorities; the topic of participation and equality of arms in the sanctioning procedures; the need to guarantee the "due process principle" also to administrative proceedings as well as to the trial. Alternative models of reference*

---

\* Contributo approvato dai revisori.



*are the Anglo-Saxon model (US and British) on the one hand, and the French one on the other. In France, following another ECHR case, Dobus SA v. France (2009), a new supervisory authority for the banking system has been established which is made up of two separate bodies with distinct functions (one with functions of investigation, the other with functions of decision).*

*The paper aims at verifying whether the principles and the jurisprudence of the ECHR may outline a new reference model in Europe to which Italy (and other countries) should converge in the future.*

**SOMMARIO:** 1. Diritto al contraddittorio e autorità indipendenti in Europa. - 2. Il tema della partecipazione procedimentale in dottrina e in giurisprudenza tra rule making e adjudication (rinvii). - 3. La giurisprudenza della Corte Europea dei Diritti Umani e l'influenza sugli ordinamenti nazionali. - 4. Il caso Consob, la posizione del giudice amministrativo italiano: alcune perplessità. - 5. Le modifiche al regolamento e le questioni rimaste aperte. - 6. Alcuni modelli di riferimento in vista di una riforma del sistema. Verso un modello europeo di riferimento?

1. Il diritto di ogni individuo a essere ascoltato prima che nei suoi confronti venga adottato un provvedimento che gli rechi pregiudizio viene ricondotto al principio di buona amministrazione dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Quest'ultima, come noto, con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona, gode dello stesso effetto giuridico vincolante dei Trattati europei<sup>1</sup>.

Il giudice europeo, nonostante qualche perplessità espressa originariamente in primo grado<sup>2</sup>, si è allineato alla giurisprudenza della Corte di Strasburgo (Corte EDU) e ha, oramai da tempo, riconosciuto espressamente il diritto al contraddittorio procedimentale (...), annoverandolo tra i principi generali del

---

<sup>1</sup>Si veda in particolare l'art. 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, 2010/C 83/02.

<sup>2</sup>Il giudice europeo ha originariamente escluso che il diritto di essere sentiti costituisca un diritto fondamentale, la cui inosservanza è in grado di inficiare la validità dei regolamenti dell'Unione europea e di tutte le attività e le misure rispetto alle quali quei regolamenti fungevano da atti presupposti: Trib. I grado, 21 settembre 2005, T-306/01, Yusuf and Barakat c. Consiglio e T-315/01, Abdullah Kadi c. Consiglio e Commissione; T-253/02, Ayadi c. Consiglio

diritto comuni agli ordinamenti degli Stati Membri (*audi alteram partem*), il cui rispetto, quindi, è doveroso anche da parte delle istituzioni europee.

Questo orientamento originariamente definito in rapporto ai procedimenti interni dell'amministrazione europea<sup>3</sup>, è stato successivamente utilizzato dalla CGCE in rapporto ai procedimenti di rilievo esterno, in particolare ai procedimenti in materia di concorrenza<sup>4</sup>. L'affermazione della *due process of law clause* nel diritto europeo è stata successivamente estesa anche alla fase nazionale dei *procedimenti amministrativi composti*<sup>5</sup>, i quali contemplan modalità di esecuzione che si articolano sul piano nazionale e su quello europeo, coinvolgendo soggetti operanti a livello europeo, ma anche - in un rapporto di stretta collaborazione - amministrazioni nazionali o organismi a composizione mista<sup>6</sup>.

La Legge costituzionale italiana 23 novembre 1999, n. 2 ha provveduto formalmente all' "inserimento dei principi del giusto processo nell'art. 111 della Costituzione". Si tratta di garanzie processuali oggi enunciate dalla nostra, così come da altre Costituzioni europee, in ritardo rispetto a quanto è avvenuto nel mondo anglosassone, prima con la *Magna Carta* del 1215 e poi con l'*Habeas Corpus* e i *Bill of Rights*; ovvero nel contesto internazionale, con la *Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo* proclamata dalle Nazioni Unite nel 1948 e con il successivo *Patto sui diritti civili e politici*, approvato dall'Assemblea generale delle

---

<sup>3</sup>Alvis c. Consiglio in rapporto ai procedimenti interni dell'amministrazione europea e alla decisione dell'amministrazione di porre fine rapporto di lavoro con un dipendente *inaudita altera parte*, la Corte affermava che "l'obbligo per l'amministrazione di sentire l'interessato corrisponde a un principio generalmente accettato di diritto amministrativo in vigore negli Stati Membri" e ad "una regola in cui si fondono i requisiti di giustizia e buona amministrazione"; Trib. I grado, 16 dicembre 2006, T-222/02, Organisation de Modjahedins de l'Iran c. Consiglio.

<sup>4</sup>CGCE, 13 febbraio 1979, causa 85/76, Hoffman La Roche c. Commissione; ID., 23 ottobre 1974, causa 17/74, Transocean Marine Paint Association c. Commissione; Hoechst, 1989;

A. Pliakos, *Les droit de la defense et droit communautaire de la concurrence*, Bruxelles, Bruylant, 1987; M. Levitt, *Access to files: the Commission's administrative procedures in cases under articles 85 and 86*, in *Common Market Law Review*, 1997, p. 1413 ss.

<sup>5</sup>Cfr. Trib. I grado, 9 novembre 1995, causa T-346/94, France aviation c. Commissione. In letteratura tra gli altri, F. Bignami, *Three generations of participation rights in European Administrative proceedings*, in *Law and contemporary problems*, 2004, p. 61 ss.

<sup>6</sup>Il riferimento in particolare è a fenomeni noti quali la c.d. coamministrazione, con attribuzione congiunta ad enti nazionali ed europei delle funzioni amministrative; l'integrazione decentrata, caratterizzata da un'amministrazione unitaria di settore (ad esempio una agenzia europea); il concerto regolamentare, caratterizzato dalla presenza di una organizzazione comune, composta di autorità sovranazionali e nazionali.

Nazioni Unite il 16 dicembre 1966; e nel contesto europeo, con la *Convenzione europea di salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali* (CEDU) siglata a Roma il 4 Novembre 1950.

Il tema assume profili di particolare complessità con riferimento specifico ai procedimenti delle autorità indipendenti. Da un lato, le garanzie di partecipazione e di contraddittorio in questo contesto sono state intese dalla dottrina e dalla giurisprudenza più recente come uno strumento per temperare il *deficit* democratico che caratterizzerebbe tali soggetti, indipendenti dal potere politico e sottratti al modello di responsabilità, ma dotati di importanti poteri regolatori e “quasi giudiziari” in grado di incidere sul mercato e sull’attività degli operatori. Dall’altro, la legge generale sul procedimento amministrativo sembra delineare procedimenti con garanzie di partecipazione “attenuate”. L’evoluzione della giurisprudenza amministrativa, nel modo di intendere i procedimenti di regolazione delle autorità e le garanzie di partecipazione e di contraddittorio, ha di fatto operato una revisione della disciplina generale contenuta nella legge n. 241/1990, in particolare gli artt. 3 e 13, che come noto, esclude l’obbligo di motivazione per gli atti normativi e quelli a contenuto generale, cui appartengono gli atti delle autorità; stabilisce che le garanzie di partecipazione al procedimento non trovano applicazione nei confronti dell’attività della pubblica amministrazione diretta all’emanazione di atti normativi, amministrativi generali di pianificazione e di programmazione, per i quali restano ferme le particolari norme che ne regolano la formazione. Il Capo III della legge sul procedimento si limita a prevedere un intervento, mediante la presentazione di memorie e documenti, soprattutto in funzione di collaborazione e trasparenza.

La previsione di forme di partecipazione procedimentale “attenuate” pone dubbi di compatibilità con l’art. 6 CEDU, oltre che con le garanzie Costituzionali e con la Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea. Il parametro di riferimento è data dal diritto di ogni persona a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un tribunale

indipendente e imparziale, e che la sentenza sia resa pubblicamente.

La questione riguarda sia i procedimenti regolatori delle autorità, di produzione di regole (*rulemaking*), sia la c.d. attività decisoria di applicazione delle regole (*adjudication*)<sup>7</sup>, tra cui possono essere fatti rientrare i procedimenti sanzionatori, su cui si concentra in particolare questo *paper*. Una riflessione su questi temi risulta particolarmente interessante in una prospettiva nazionale, ma anche europea e globale, nella misura in cui consente un'interessante comparazione tra ordinamenti e modelli diversi e di riflettere sull'opportunità di individuare un modello europeo di riferimento verso cui orientare una eventuale auspicabile riforma.

Se il *rulemaking power* consiste nell'emanazione di regole generali, l'*adjudication* costituisce applicazione delle regole generali (tra le quali vanno ricomprese quelle emanate dalle stesse autorità/agenzie) e si esplicita in un'attività decisionale puntuale, avente a oggetto provvedimenti di vario genere, quali gli *orders* (es. disposizioni, autorizzazioni, irrogazioni di sanzioni). L'*adjudication* non è mai attività di normazione pura, ma pur sempre attività decisoria di un caso concreto e non astratto, basata sul principio del contraddittorio tra le parti in causa, per garantire l'imparzialità e la ragionevolezza delle decisioni dell'*Administrative Law Judge*.

Le questioni sono state recentemente esplicitate in una nota decisione della Corte di Strasburgo, 4 marzo 2014, n. 18640. Le riflessioni formulate hanno avviato la riflessione su profili diversi e stimolato il dibattito in diversi paesi sull'evoluzione dei modelli regolatori di riferimento. Tale dibattito è in grado di produrre importanti implicazioni non solo sulla disciplina europea e nazionale in materia di *market abuse*, ma anche di avviare una discussione teoretica sui nessi tra alcuni settori e temi solo apparentemente slegati tra loro: i diritti umani; la tutela del contraddittorio procedimentale e la democraticità dei procedimenti innanzi alle

---

<sup>7</sup>Negli Stati Uniti, tali procedimenti riguardano specificamente l'attività delle "agencies" espressione del potere di giudicare in via amministrativa sui ricorsi e sui conflitti sorti tra le parti, comminando anche le relative sanzioni.

autorità; l'*enforcement* nei mercati finanziari; la codificazione del procedimento amministrativo europeo (anche in considerazione dell'attenzione posta nella risoluzione del Parlamento europeo del 15 gennaio 2013- raccomandazione 4.4 sul "diritto a essere sentiti in ciascuna fase del procedimento").

L'analisi proposta e la comparazione con Paesi diversi può consentire di riflettere sull'opportunità di intervenire sui modelli organizzativi delle autorità nazionali, sull'articolazione delle funzioni regolatorie e quasi-giudiziarie, sulla disciplina dei relativi procedimenti sanzionatori e sulla disciplina in fase di definizione a livello europeo, prevedendo anche da un punto di vista teorico all'interno della categoria della attività amministrativa quella di attività aventi funzione di garanzia.

2. Come noto, le garanzie di partecipazione e contraddittorio nei procedimenti di regolazione sono ritenute dalla dottrina e dalla giurisprudenza nazionale più recente un indispensabile "filtro di legittimazione"<sup>8</sup> volto a colmare il deficit democratico tipico delle autorità indipendenti. Queste sono soggetti indipendenti dal potere politico e sottratti al modello di responsabilità di cui all'art. 95 della Costituzione, che tuttavia dispongono di importanti poteri normativi e di *adjudication* in grado di incidere sul mercato e sull'attività degli operatori. Di qui l'esigenza di un rafforzamento della legalità procedurale, che assicuri la partecipazione e il contraddittorio con gli interessati nei relativi procedimenti e che possono assumere finalità e dimensioni diverse<sup>9</sup>.

Le peculiarità delle funzioni di regolazione rispetto alle funzioni amministrative tradizionali sono state evidenziate in dottrina<sup>10</sup>, dove si è anche

---

<sup>8</sup>Tra gli altri, CLARICH, autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello, Bologna, 2005, 154 ss.; ID, I procedimenti di regolazione, in *Il procedimento davanti alle autorità indipendenti. Quaderni del Consiglio di Stato*, Torino, 1999, 91 ss.

<sup>9</sup>Cfr. CLARICH, autorità indipendenti., cit., 156 ss.; RAMAJOLI, op. cit., 6 ss

<sup>10</sup>Sul tema, tra gli altri, FRANCHINI, *Le autorità amministrative indipendenti*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 1988, n. 3, p. 549 ss., pubblicato anche, con modificazioni e in francese, con il titolo *Les Autorités administratives indépendantes en Italie, anche in Revue*

sostenuta l'impossibilità di applicare alle autorità indipendenti e al diritto da queste prodotto la logica tradizionale del conflitto autorità-libertà tipico del rapporto tra amministrazione e cittadini<sup>11</sup>.

---

*Européenne de Droit Public*, European Review of Public Law, London, Esperia Publications, 1989, n. 2, p. 351; G. AMATO, *Le autorità indipendenti*, in Storia di Italia, Annali, vol. XIV, a cura di Violante, Torino, 1998, 377 ss.; CASSESE - FRANCHINI, *I garanti delle regole*, Bologna, 1996; CASSESE, *Negoziato e trasparenza nel procedimento davanti alle autorità indipendenti*, in *Il procedimento davanti alle autorità indipendenti*, Torino, 1999, 37 ss.; D'ALBERTI, *La visione e la voce: le garanzie di partecipazione ai procedimenti amministrativi*, in *Riv. Trim. dir. Pubbl.*, 2000, p. 1 ss.; DELLA CANANEA, *Gli atti amministrativi generali*, Padova, 2000, p. 271 ss.; CLARICH, *Garanzia del contraddittorio nel procedimento*, in *Dir. amm.*, 2004, p. 59 ss., ma già in *L'attività delle autorità indipendenti in forme semicontenziose*, in *I garanti delle regole*, a cura di Cassese e Franchini, Bologna, 1996, p. 149 ss.; LONGOBARDI, *autorità amministrative indipendenti e sistema giuridico - istituzionale*, II ed., Torino, 2009; ID., *Le autorità amministrative indipendenti nel diritto globale*, in *Diritto e Processo amministrativo* n. 4/2009; ID., *Le autorità di regolazione dei mercati al "tempo della crisi"*, in *Dir. e proc. amm.*, 2012; CERULLI IRELLI, *Sul potere normativo delle autorità amministrative indipendenti*, in D'Alberti - Pajno (a cura di), *Arbitri dei mercati. Le autorità indipendenti e l'economia*, Bologna, 2009, p. 75 ss. Sui limiti della democrazia procedurale si vedano, tra gli altri, le osservazioni di CASSESE, *La partecipazione dei privati alle decisioni pubbliche. Saggio di diritto comparato*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2007, p. 13 ss.; LA SPINA - MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000; MERUSI, *Democrazia e autorità indipendenti*, Bologna, 2000; RAMAJOLI, *Procedimento regolatorio e partecipazione*, Relazione al Convegno su La regolazione dei servizi di interesse economico generale, Firenze, 6 novembre 2009, in [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it), secondo la quale nelle autorità indipendenti si assisterebbe al passaggio dal modello maggioritario a quello madisoniano di democrazia che cerca di disperdere il potere tra istituzioni differenti, al fine di proteggere le minoranze dalla tirannia della maggioranza e le funzioni giudiziarie e amministrative dalle assemblee rappresentative; CHITI, *La disciplina procedurale della regolazione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, fasc.3, 2004, p. 679 ss.; MANGONI, *Il potere sanzionatorio della Consob*, Giuffrè, 2012; ALLENA - CIMINI, *Il potere sanzionatorio delle autorità amministrative indipendenti*, Rules Research Unit Law and Economics Studies, Paper No. 2013, p. 15, Università Bocconi. Sul "potere di regolazione" e il "potere di aggiudicazione" delle autorità indipendenti in rapporto alle funzioni di *rulemaking* e *ajudication* dei paesi anglosassoni si veda in particolare BOCCHINI, *Adjudication and Rulemaking power nell'esperienza giuridica*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, fasc.1, 2006, p. 171 ss., il quale propone una lettura critica dell'impostazione assunta dalla giurisprudenza amministrativa che tende a stabilizzarsi sull'idea che le autorità amministrative indipendenti svolgano una funzione amministrativa di garanzia, quando esercitano poteri regolatori o poteri di aggiudicazione. Sul potere sanzionatorio della Consob da ultimo, TORCHIA, *Il potere sanzionatorio della Consob dinanzi alle corti europee e nazionali*, intervento al Convegno sui 40 anni della Consob, nel quale si sottolinea il contrasto fra l'ordinamento italiano e il diritto europeo e si propone un'analisi dello stesso sulla base di tre questioni essenziali: la natura del potere sanzionatorio; il necessario collegamento fra potere sanzionatorio e garanzie; il fenomeno di convergenza fra ordinamenti nella tutela delle garanzie, per il tramite del dialogo fra le corti.

<sup>11</sup>Sul punto TORCHIA, *Il controllo pubblico della finanza privata*, Padova, 1992, p. 428 ss. Sulla distanza tra il modello generale della legge sul procedimento e il modello regolatorio delle autorità indipendenti, tra gli altri, CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Merc. conc. e regole*, 2002, p. 265 ss.; TORCHIA, *Gli interessi affidati alla cura delle autorità indipendenti*, in *I garanti delle regole*, cit., p. 55 ss.; MERUSI, *Democrazie e autorità indipendenti*, cit., p. 83 ss.; NAPOLITANO - ZOPPINI, *La regolazione indipendente dei servizi pubblici e la garanzia dei privati*, in *L'autonomia privata e le autorità indipendenti*, a cura di Gitti, Bologna 2006, p. 131, i quali hanno evidenziato che l'esercizio della funzione di regolazione, a differenza delle funzioni

La giurisprudenza amministrativa italiana, a differenza del passato<sup>12</sup>, è oggi unanime nel riconoscere ai destinatari dei provvedimenti delle autorità il diritto di partecipazione al procedimento e di contraddittorio tra le parti, quali garanzie minime in assenza di una responsabilità politica delle stesse. La stessa Corte costituzionale ha chiaramente riconosciuto l'esigenza che l'azione amministrativa destinata a porre limiti alla sfera dei privati si svolga in modo da consentire agli stessi la possibilità di esporre le proprie ragioni a tutela del proprio interesse e dello stesso interesse pubblico<sup>13</sup>. Il Consiglio di Stato ha sostenuto che, nei settori regolati dalle autorità, in assenza di un sistema completo e preciso di regole di comportamento con obblighi e divieti fissati dal legislatore, la caduta del valore della legalità sostanziale deve essere compensata almeno in parte, con un rafforzamento della legalità procedurale, sotto forma di garanzie del contraddittorio<sup>14</sup>. In assenza di responsabilità e di soggezione nei confronti del Governo, l'indipendenza e la neutralità delle autorità possono trovare un fondamento dal basso, a condizione che siano assicurate le garanzie del giusto

---

amministrative, sarebbe caratterizzata "ora dalla ponderazione - conciliazione policentrica tra interessi di sistema e privati; ora, dal semplice bilanciamento di interessi privati contrapposti; ora, dal puro giudizio in funzione di controllo o soluzione delle controversie".

<sup>12</sup>Si rinvia a titolo di esempio alla decisione del Tar Lazio, sez. I, 4 maggio 1999, n. 997, che dichiarava inammissibile la domanda di un'associazione nazionale di emittenti o reti televisive private volta all'accertamento del diritto ad essere consultata da parte dell'autorità per le garanzie nelle comunicazioni, sulla base della considerazione che tale diritto non fosse desumibile dalla vigente normativa. In molti casi la giurisprudenza ha espressamente escluso l'applicazione di singoli istituti di partecipazione disciplinati dalla legge sul procedimento alle ipotesi di atti a contenuto generale adottati dalle autorità di regolazione. Il Cons. Stato, sez. VI, 12 febbraio 2002, n. 802; Tar Lazio, Roma, sez. III, 8 marzo 2007, n. 2235 ha ritenuto che non fossero state violate le garanzie procedurali nel caso in cui in mancanza della comunicazione di avvio del procedimento, i soggetti interessati erano stati comunque consultati in via informale, senza che esistesse un verbale in tal senso. In senso contrario, tuttavia, il Cons. Stato, sez. VI, 20 luglio 2009, n. 4558, annullava la delibera dell'Agcom che imponeva agli operatori di telefonia fissa di attivare automaticamente agli utenti il blocco permanente delle chiamate dirette verso numerazioni per i servizi a sovrapprezzo, in quanto si riteneva non fosse stata rispettata la procedura di consultazione.

<sup>13</sup>Cfr. Corte costituzionale, 22 febbraio 1962, n. 13. In giurisprudenza vedi, tra gli altri, anche Cons. Stato, sez. VI, 23 aprile 2007, 1822.; Cons. Stato n. 2007/06 e n. 2201/06 cit.; Cons. Stato n. 7972/2006; Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2006; Cons. Stato, sez. VI, n. 2201/2006; Cons. Stato, sez. VI, 27 dicembre 2006, 7972.

<sup>14</sup>Cfr. Cons. Stato n. 2007/06 e n. 2201/06 cit.; Cons. Stato n. 7972/2006 cit.

procedimento e il controllo in sede giurisdizionale<sup>15</sup>. Il rispetto degli obblighi di partecipazione, attraverso la consultazione degli interessati, assicurerebbe alle autorità l'*accountability* tradizionalmente derivante al potere pubblico dai suoi collegamenti con gli uffici politici, legittimati, a loro volta, dai principi della democrazia rappresentativa.

D'altro canto, l'introduzione di tali forme di garanzia nei procedimenti in esame garantirebbe un adeguamento ai principi europei sul giusto processo, anche se potrebbe generare rischi di c.d. "ossificazione" dei programmi regolatori, come l'aumento di rigidità e una maggiore lentezza delle procedure, che invece richiederebbero rapidità e snellezza, perché volte all'adozione di norme a contenuto tecnico. E' pertanto necessario ricercare forme di contemperamento delle esigenze di effettiva partecipazione e contraddittorio, con quelle di efficienza e celerità dei procedimenti di regolazione<sup>16</sup>. A tale riguardo parte della dottrina ha ipotizzato di limitare l'obbligo delle misure partecipative agli atti di regolazione con un "significativo impatto sul mercato", tra cui possono essere fatti sicuramente rientrare le sanzioni della Consob<sup>17</sup>. Come ricordato, la giurisprudenza amministrativa ha contribuito a operare una revisione della disciplina generale sul procedimento amministrativo con particolare riferimento all'attività della pubblica amministrazione diretta all'emanazione di atti normativi, amministrativi generali, di

---

<sup>15</sup>Cfr. Cons. Stato, sez. VI, 11 aprile 2006, 2007 con nota di SCREPANTI, *La partecipazione ai procedimenti regolatori delle autorità indipendenti*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, p. 377 ss. Cfr. anche, Cons. Stato, sez. VI, n. 2201/2006; Cons. Stato, sez. VI, 27 dicembre 2006, 7972.

<sup>16</sup>Tra gli altri, Tar Lombardia, Milano, sez. I, 20 dicembre 1997, 2229; Tar Lombardia, sez. II, 19 dicembre 2002, 5281; Tar Lombardia, sez. II, 27 gennaio 2003, 171. Limiti al riconoscimento delle garanzie del contraddittorio sono stati evidenziati in casi di urgenza o nelle ipotesi di provvedimenti marginali, in linea con l'art. 7 della l. n. 241 del 1990 che in ipotesi di c.d. urgenza "qualificata" ammette una deroga ai principi e alle disposizioni in materia di partecipazione nei procedimenti di regolazione. Tra gli altri, Tar Lombardia, Milano, sez. I, 20 dicembre 1997, 2229; Tar Lombardia, sez. II, 19 dicembre 2002, 5281; Tar Lombardia, sez. II, 27 gennaio 2003, 171; Cons. Stato, sez. VI, 23 aprile 2007, 1822.

<sup>17</sup>Nel senso di prevedere una disciplina generale specifica per la partecipazione ai procedimenti delle autorità indipendenti, tra gli altri, D'ALBERTI, *Riforma della regolazione e sviluppo dei mercati in Italia*, in *Regolazione e concorrenza*, a cura di Tesauro e D'Alberti, Bologna, 2000, p. 171 ss.; AMATO, *Conclusioni*, in *Il procedimento davanti alle autorità indipendenti*, cit., p. 97 ss. In questo senso anche la segnalazione dell'Autorità garante per la concorrenza e il mercato Agcm AS 226/2002, cit. Nel senso di limitare l'obbligo delle misure partecipative, agli atti di regolazione con un "significativo impatto sul mercato", NAPOLITANO, *Regole e mercato*, cit., p. 123.



pianificazione e di programmazione, tra cui rientra l'attività procedimentale delle autorità<sup>18</sup>.

Dal canto loro alcune autorità hanno cercato di colmare la lacuna con la disciplina di settore<sup>19</sup>, mentre altre hanno alimentato il contenzioso proprio in quanto non garantirebbero un'adeguata partecipazione e contraddittorio nei procedimenti di loro competenza<sup>20</sup>. Parte della letteratura suggerisce di escludere l'applicazione diretta e integrale della legge generale sul procedimento amministrativo e invoca un rafforzamento delle forme di garanzia citate. Come ribadito, il nostro ordinamento garantirebbe un principio generale di partecipazione, senza deroghe o eccezioni<sup>21</sup>. I principi ricavabili dalla legge sul procedimento amministrativo, si porrebbero come canone interpretativo della disciplina di settore. Si tratterebbe di leggere la disciplina generale in combinato disposto con quella speciale, di settore, più idonea a regolare la partecipazione all'interno di regolamenti e caratterizzata da un particolare livello di tecnicismo.

La giurisprudenza ha riconosciuto espressamente anche l'obbligo di motivazione dei regolamenti delle autorità indipendenti<sup>22</sup>. La stessa legge n.

---

<sup>18</sup>Vale la pena ricordare che la disciplina in vigore non coincide con quanto originariamente previsto dallo schema di legge proposto dalla Commissione Nigro (art. 4 dello schema di disegno di legge recante "Disposizioni dirette a migliorare i rapporti tra cittadino e pubblica amministrazione nello svolgimento dell'attività amministrativa", pubblicato in *Il procedimento amministrativo tra riforme legislative e trasformazione dell'amministrazione*, a cura di Trimarchi, Milano, 1990, 177 ss.).

<sup>19</sup>L'autorità per l'energia elettrica e il gas (Aeeg), ad esempio, stabilisce il diritto di partecipazione ai i soggetti ai quali è stata comunicata la decisione di avvio del procedimento e i soggetti portatori di interessi pubblici o privati, anche costituiti in associazioni o comitati cui possa derivare un pregiudizio diretto, immediato e attuale dai fatti per i quali è stato avviato il procedimento, o dai provvedimenti che possono essere adottati all'esito di quest'ultimo (art. 5 della Delibera Aeeg n. 61/97 (oggi modificato dalla Delibera gop n. 46/09)).

<sup>20</sup>Recentemente, Tar Lazio, Sez. II, 19 novembre 2014, nn. 11053 e 11054, Cons. St., ordinanze nn. 4491-4492/2014; ID., ordinanze nn. 5465-5466/2014.

<sup>21</sup>Cfr. Cons. St., sez. V, 18 novembre 2004, 7553: "la partecipazione al procedimento amministrativo [...] ha dignità di principio generale dell'ordinamento, strettamente connesso con i canoni costituzionali dell'imparzialità e del buon andamento". Tale principio "non tollera interpretazioni che ne limitino arbitrariamente l'applicazione generalizzata a tutti i procedimenti".

<sup>22</sup>Cons. Stato, sez. VI, n. 7072/2006. A differenza di quanto sostenuto in passato (Tar Lombardia, Milano, sez. IV, 18 febbraio 2005, 402; Tar Lombardia, Milano, sez. IV, 24 marzo 2005, 660; Tar Lombardia, Milano, sez. IV, 27 maggio 2005, 1144; Tar Lombardia, Milano, sez. IV, 28 febbraio 2006, 528), si è affermato che la partecipazione non svolge una funzione puramente collaborativa,

262/2005 stabilisce che i provvedimenti delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari (tra cui la Consob), aventi natura regolamentare o contenuto generale, debbano essere motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore, ovvero alla materia su cui vertono. Il carattere “generale” dei regolamenti continua tuttavia a mantenere un suo significato sostanziale. Ad esempio esso viene talvolta utilizzato dai giudici come criterio interpretativo per stabilire il *quando* e il *modo* di esercizio dell’obbligo di motivazione<sup>23</sup>, ovvero quando consente di giustificare procedimenti sanzionatori adottati *inaudita altera parte*. Ne consegue che le garanzie di partecipazione in tali procedimenti risultano “attenuate” rispetto ai procedimenti amministrativi tradizionali. Ciò condiziona il pieno riconoscimento nel nostro ordinamento di un principio generale di partecipazione, senza deroghe o eccezioni e pone problemi di compatibilità innanzitutto con i principi e la giurisprudenza CEDU<sup>24</sup>.

---

ma rappresenta lo strumento attraverso il quale vengono accertati i fatti, eseguite le istruttorie ed espletati gli accertamenti tecnici. Pertanto, le autorità di regolazione sono sempre tenute a motivare i propri atti a contenuto generale, dando conto delle ragioni giustificative dell’atto di regolazione. La motivazione, infatti, permette agli interessati di poter incidere concretamente sulle decisioni dell’autorità e consente un più intenso sindacato giurisdizionale, in quanto offre al giudice la possibilità di comprendere l’iter logico seguito, le ragioni giustificative dell’atto e di valutare l’effettivo rilievo attribuito alle osservazioni dei privati intervenuti nel corso del procedimento. In un caso riguardante l’Aeeg, la sesta sezione ha chiarito che, nell’adozione di provvedimenti generali, l’autorità è comunque tenuta al rispetto dei principi contenuti nella legge sul procedimento amministrativo e, dunque, all’obbligo di motivazione, nonostante l’esclusione di cui all’art. 13 della l. n. 241/1990 (Cons. St., Sez. VI, 2 marzo 2010, n. 1215.).

<sup>23</sup>In alcuni casi la giurisprudenza ha ritenuto non necessario dar conto di tutti gli argomenti dedotti, bastando fossero indicati i presupposti di fatto e di diritto, e fosse rinvenibile una giustificazione sostanziale della decisione assunta.

<sup>24</sup>Come noto l’art. 6 CEDU è stato ritenuto applicabile anche ai procedimenti amministrativi di cui fanno parte i procedimenti innanzi alle autorità amministrative indipendenti. A livello internazionale, tra gli altri GALLIGAN, *Due Process and Fair Procedures. A Study of Administrative Procedures*, Oxford, 1997, spec. p. 212 ss. La rilevanza innanzitutto procedimentale dell’art. 6 CEDU è stata colta in Italia, tra gli altri da CASSESE, *Le basi costituzionali*, in ID. (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo, Diritto amministrativo generale*, Milano, 2003, I, p. 173 ss., 239; nonché da DELLA CANANEA, *Al di là dei confini statuali. Principi generali del diritto pubblico globale*, Bologna, 2009, p. 27, e GOISIS, *Garanzie procedurali e Convenzione europea per la tutela dei diritti dell’uomo*, in *Dir. proc. amm.*, 2009, p. 1338 ss.; PACINI, *Diritti umani e amministrazioni pubbliche*, Milano, 2012, spec. p. 211 ss.; ALLENA, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli, 2012. La Corte europea sui diritti dell’uomo si è occupata del rapporto fra il principio del giusto processo sancito dall’art. 6, par. 1 CEDU, le garanzie del giusto procedimento amministrativo e il sindacato giurisdizionale del giudice amministrativo sulle valutazioni tecnico-discrezionali delle amministrazioni pubbliche nel caso *Placì v. Italy* (CEDU, 21 gennaio 2014, ricorso n. 48754/11), nel quale la CEDU accerta la

La questione si è posta concretamente con particolare riferimento ai procedimenti sanzionatori della Consob. Sul tema si è pronunciata recentemente la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e, successivamente, il giudice amministrativo italiano, sia in primo che in secondo grado.

3. La Corte europea dei diritti dell'uomo è più volte intervenuta sul tema del giusto processo<sup>25</sup>, ma con la nota sentenza *Grande Stevens e altri c. Italia* del 2014, lo ha fatto con particolare riferimento al procedimento sanzionatorio di una specifica autorità amministrativa italiana: la Consob<sup>26</sup>. Nella decisione viene evidenziata la "mancanza di imparzialità oggettiva" dell'autorità e dichiarato il relativo procedimento sanzionatorio non conforme ai principi dell'equo processo, sotto i profili del mancato rispetto della parità delle armi tra accusa e difesa e del mancato svolgimento di un'udienza pubblica. Nel caso i ricorrenti non erano stati posti in condizione di conoscere e di interloquire su tutti gli atti istruttori tramite il deposito di memorie e documenti, né tramite audizione orale.

---

violazione del principio del giusto processo, della parità fra le parti e la carenza di imparzialità dell'organo amministrativo.

<sup>25</sup>Tra le altre si rinvia alle sentt. 26 luglio 2011, *Pozzi c. Italia e Paleari c. Italia*, sulla mancanza di dibattimento in pubblica udienza nella procedura per l'applicazione della misura di prevenzione della confisca; sui requisiti di imparzialità soggettiva ed oggettiva del tribunale ai fini del rispetto dell'art. 6 CEDU, sent. 27 gennaio 2011, *Krivoshapkin c. Russia*; sentenza del 23 giugno 1981, *Le Compte, Van Leuven e De Meyere c. Belgio*; sent. 15 dicembre 2005 *Gautrin e altri c. Francia*, sent. 20 maggio 1998; *Kyprianou c. Cipro*; nella sent. 31 maggio 2011, *Kontalexis c. Grecia* l'imparzialità viene declinata sotto il profilo della necessità che il giudice sia preconstituito per legge.

<sup>26</sup>Cfr. Corte europea diritti umani, 4 marzo 2014, n. 18640. La sentenza è divenuta definitiva, ai sensi dell'art. 43 CEDU, il 7 luglio 2014, a seguito del rigetto della richiesta di rinvio alla Grande Camera che era stata formulata dal Governo italiano. Per un commento alla sentenza e alle implicazioni sorte nell'ordinamento italiano vedi, tra gli altri, VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. Società*, 2014, p. 693 ss.; ID., *Do market abuse rules violate Human Rights? The Grande Stevens v. Italy Case*, Law Working Paper n. 269/2014, in [www.ecgi.org/wp](http://www.ecgi.org/wp); ALLENA, *ult. op. cit.*, 2014; GUIZZI, *La sentenza CEDU 4 marzo 2014 e il sistema delle potestà sanzionatorie delle autorità amministrative indipendenti*, in *Corriere Giur.*, 2014, p. 11; GUIZZI, *Hic rodus, hic salta: l'incidenza del principio del ne bis in idem sulla disciplina del market abuse all'esame del giudice delle leggi*, in *Corr. giur.*, 2015, 5, p. 597; D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani*, in *Dir. pen. e processo*, 2014, 5, p. 614; CIAMPI, *Alla ricerca di un procedimento camerale giusto: l'udienza pubblica tra esigenze di garanzia e obiettivi di funzionalità*, in *Dir. pen. e processo*, 2014, 12, p. 13.

La decisione ha avuto grande risonanza in Italia anche in considerazione dell'influenza che la giurisprudenza CEDU produce sugli ordinamenti interni. Come evidenziato da una consolidata giurisprudenza della Corte costituzionale, le sentenze della Corte EDU producono l'effetto di fornire un'interpretazione vincolante delle norme della Convenzione EDU, che nell'ordinamento interno assumono una forza passiva superiore alle leggi ordinarie e dunque fungono da parametro interposto nei giudizi di costituzionalità<sup>27</sup>. Le norme CEDU si impongono nell'ordinamento interno quale canone interpretativo e applicativo della normativa vigente, almeno finché l'attività ermeneutica è consentita dal dettato espresso dalla norma interna. Oltre tale limite opera il sindacato di legittimità costituzionale della norma interna con l'art. 117, stante il non rispetto dei vincoli derivanti dagli obblighi comunitari. Ne conseguirebbe che l'art. 6 CEDU può fungere da canone interpretativo della legge n. 241/1990 e della disciplina speciale che riguarda le diverse autorità indipendenti nei diversi settori di riferimento. In particolare, le qualificazioni giuridiche e tutti i passaggi dell'iter logico delle decisioni della Corte EDU possono costituire strumenti per operare l'interpretazione conforme<sup>28</sup>.

Tra i passaggi della decisione che merita ricordare c'è quello che segnala la mancanza di effettiva separazione tra gli organi competenti a istruire la causa (la

---

<sup>27</sup>Come noto, secondo il tradizionale meccanismo delle norme interposte, l'art. 117, co 1 della Costituzione, che impone al legislatore il rispetto dei vincoli derivanti dagli obblighi internazionali, viene integrato dalla Convenzione così come interpretata dalla Corte EDU: Corte Costituzionale, sentenze n. 348 e 349 del 2007.

<sup>28</sup>Si rinvia al consolidato orientamento della Corte Costituzionale (tra gli altri, Corte Costituzionale, 22 maggio 2013, n. 91) fatto proprio dalla stessa sezione del Tar Lazio (Roma, Sez. II, 11 novembre 2014, n. 11225) in un giudizio di cui era parte la Consob, nel quale si è sostenuto che i giudici sono vincolati a interpretare le disposizioni normative in maniera conforme al dettato costituzionale. Sono tenuti a sollevare la questione di legittimità costituzionale solo nel caso in cui non riescano a risolvere i dubbi di legittimità costituzionale attraverso la c.d. interpretazione conforme (sulla dichiarazione di incostituzionalità di una legge Corte costituzionale, sentenza n. 356/1996). Secondo l'iter argomentativo della Corte costituzionale (sentenza 264/2012), sposato dallo stesso Consiglio di Stato (Consiglio di Stato, Sez. IV, 17 febbraio 2014, n. 754), per garantire l'efficacia delle pronunce della Corte di Strasburgo, il giudice *a quo*, prima di sollevare una questione di legittimità costituzionale di una norma interna per violazione di una norma della Convenzione EDU, "deve preventivamente verificare la praticabilità di un'interpretazione della prima conforme alla norma convenzionale, ricorrendo a tutti i normali strumenti di ermeneutica giuridica".

Divisione competente per materia e l'Ufficio sanzioni amministrative) e quello deputato a irrogare la sanzione (la Commissione), con la conseguenza che il principio di separazione, pur formalmente attuato tramite l'articolazione del procedimento sanzionatorio in due fasi di competenza di organi diversi, risulta nei fatti vanificato<sup>29</sup>. Tale affermazione sembrerebbe auspicare una riforma del procedimento sanzionatorio e di organizzazione della Consob stessa. Un altro punto chiave consiste nella constatazione che il sistema italiano di punizione dei *market abuses*, fondato sul cd. doppio binario penale e amministrativo, viola il principio del *ne bis in idem* di cui all'art. 4, protocollo n. 7 CEDU<sup>30</sup>, in quanto la disciplina delle condotte manipolative del mercato (delineata dagli artt. 185 e 187-ter Tuf) consente l'instaurazione di un procedimento penale per i medesimi fatti e per la stessa condotta sanzionata in sede amministrativa<sup>31</sup>. Le sanzioni irrogate

---

<sup>29</sup>La procedura dettata per l'applicazione delle sanzioni amministrative dalla delibera Consob del 21 giugno 2005, n. 15086 prevedeva che le conclusioni dell'Ufficio sanzioni, incaricato insieme alla Divisione competente per materia, di svolgere l'istruttoria, fossero trasmesse direttamente all'organo competente a irrogare la sanzione (la Commissione). Gli interessati potevano presentare memorie scritte e documenti durante la fase istruttoria (innanzi alla Divisione competente per materia che aveva contestato gli addebiti e il secondo innanzi all'Ufficio sanzioni amministrative); ma nel passaggio alla fase decisoria non era previsto un ulteriore confronto con le controparti prima che l'Ufficio sanzioni amministrative formulasse le proprie conclusioni e proposte motivate e le trasmettesse alla Commissione, organo decisorio competente ad adottare la misura sanzionatoria.

<sup>30</sup>Ai sensi dell'art. 4, protocollo n. 7 CEDU, "Nessuno può essere perseguito o condannato penalmente dalla giurisdizione dello stesso Stato per un reato per il quale è già stato assolto o condannato a seguito di una sentenza definitiva conformemente alla legge e alla procedura penale di tale Stato". Per un commento, SPANGHER, *Art. 4, Protocollo addizionale n. 7*, in S. Bartole, B. Conforti, G. Raimondi (a cura di), *Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001, p. 957 ss.; nonché, più di recente, ALLEGREZZA, *Art. 4, Protocollo n. 7*, in Bartole, De Sena, Zagrebelsky (a cura di), *Commentario breve alla Convenzione europea dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2012, p. 894 ss. Sin dall'introduzione degli artt. 185 e 187-ter, parte della dottrina penalistica aveva evidenziato i problemi che potevano derivare dalla replica di norme incriminatrici penali in identici illeciti amministrativi. Tra gli altri, ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la cd. tutela penale del risparmio*, in *Scritti per Federico Stella*, II, Napoli, 2007, p. 930 ss.; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un «doppio binario» da ripensare?*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2006, p. 704 ss.; SEMINARA, *Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato: le norme della Comunitaria 2004*, in *Dir. pen. proc.*, 2006, p. 17 ss.; MUCCIARELLI, *L'abuso di informazioni privilegiate: delitto e illecito amministrativo*, in *Dir. pen. e processo*, 2005, p. 745 ss.; PALIERO, *«Market abuse» e legislazione penale: un connubio tormentato*, in *Corr. mer.*, 2005, p. 810 ss.; MIEDICO, *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo?*, in *Società*, 2007, p. 621 ss.

<sup>31</sup>Vale ricordare che l'opera di interpretazione delle norme della Convenzione proposta dalla CEDU (c.d. interpretazione "autonoma") ha originato "definizioni" dei termini, che talvolta

dalla Consob rientrerebbero per la gravità della loro accusa nell'ambito della materia penale<sup>32</sup>. Nell'impostazione europea, ciò che rileva al fine della qualificazione è che la sanzione abbia in se stessa una inequivoca funzione deterrente e punitiva; la gravità o severità può essere non necessaria<sup>33</sup>. Ciò determina un cambio di prospettiva nella tradizionale distinzione, comunemente accolta nel nostro ordinamento<sup>34</sup>, tra sanzione amministrativa in senso stretto con

---

presentano significati diversi nei vari Stati membri del Consiglio d'Europa. Tale approccio ha consentito alla Corte di estendere notevolmente l'ambito di applicazione dell'art. 6 CEDU. Sul significato "autonomo" dei termini utilizzati dalla CEDU tra gli altri EVRIGENIS, *L'interaction entre la dimension internationale et la dimension nationale de la Convention européenne des Droits de l'Homme: notions autonomes et effect direct*, in *Völkerrecht als Rechtsordnung, Internationale Gerichtsbarkeit, Menschenrechte, Festschrift für Hermann Mosler*, Berlin/Heidelberg/New York, 1983, p. 193 ss.; SUDRE, *Le recours aux notions autonomes*, in F. Sudre (a cura di), *L'interprétation de la Convention européenne des droits de l'homme*, Bruxelles, 1998, p. 93 ss. Per un inquadramento del tema attento anche a profili di teoria generale del diritto LETSAS, *The Truth in autonomous concepts: How to interpret the ECHR*, in *Oxford Journ. Intern. Law*, 2004, p. 279 ss. Sul ruolo e le implicazioni della convenzione europea dei diritti dell'uomo sulla disciplina delle sanzioni amministrative in Italia si veda tra gli altri PALIERO - TRAVI, *La sanzione amministrativa. Profili sistematici*, Milano, 1988, spec. p. 151 ss.

<sup>32</sup>Alla nozione di «accusa penale» vengono ricondotte diverse misure di carattere punitivo e capaci di incidere pesantemente nella sfera soggettiva degli individui coinvolti, a prescindere dalla qualificazione delle stesse nell'ambito dello specifico ordinamento. Vi possono essere ricondotte anche alcune misure non sanzionatorie. Secondo la giurisprudenza di Strasburgo, i due requisiti del carattere punitivo e della gravità della misura sanzionatoria sono tra loro alternativi e non cumulativi. Anche provvedimenti di carattere interdittivo o ripristinatorio, espressione di un generico potere ablatorio possono, a certe condizioni, ricadere nella nozione di «accusa penale» di cui all'art. 6 CEDU. La CEDU ha chiarito che in presenza di una infrazione che abbia una connotazione «intrinsecamente penale» occorre guardare al carattere della sanzione irrogata e alla gravità della stessa al fine di qualificarla come "penale" ai sensi dell'art. 6 CEDU (c.d. caso Engel, Corte europea dei diritti dell'uomo, 8 giugno 1976, Engel and Others v. the Netherlands, ricorsi nn. 5100/71, n. 5101/71, n. 5102/71, parr. 81-82, che, per prima, ha individuato i tre criteri (natura «intrinsecamente penale» dell'infrazione, carattere punitivo della sanzione e gravità della stessa) che consentono di qualificare una determinata misura come "penale" ex art. 6 CEDU.

<sup>33</sup>E' il caso di una sanzione pecuniaria di pochi euro inflitta a uno studente per avere preso parte a una manifestazione non autorizzata giudicata di natura penale in base all'assunto che l'ammontare della stessa fosse comunque significativo rispetto al reddito del destinatario. Corte europea dei diritti dell'uomo, 1 febbraio 2005, Ziliberberg v. Moldova, ricorso n. 61821/00, par. 34, che ha ritenuto di natura "penale".

<sup>34</sup>Vanno evidenziati anche dei casi di apertura nel senso di riconoscere il carattere penale di alcune sanzioni amministrative. La stessa Corte Costituzionale italiana ha dichiarato l'appartenenza sostanziale alla materia penale delle sanzioni amministrative di carattere afflittivo. Corte cost., 4 giugno 2010, n. 196, con riguardo a un provvedimento di confisca di un veicolo per guida in stato di ebbrezza in Giur. cost., 2010, 2320 ss., con nota di TRAVI, *Corte europea dei diritti dell'uomo e Corte costituzionale: alla ricerca di una nozione comune di "sanzione"*. Nello stesso senso in precedenza, Corte costituzionale, 27 febbraio 2009, n. 56, in Foro it., 2010, I, p. 807 ss., che ha affermato l'applicabilità dell'art. 6 CEDU alle sanzioni amministrative tributarie, implicitamente riconoscendone la natura "penale" ai fini convenzionali. Corte cost., 18 aprile 2014, n. 104, riguardante una sanzione amministrativa pecuniaria irrogata per violazione della normativa sul

carattere prettamente afflittivo e provvedimenti di tipo diverso preordinati alla cura in concreto dell'interesse pubblico, le "sanzioni" solo in senso lato<sup>35</sup>. In ambito penale, il cumulo delle funzioni di indagine e di giudizio in seno ad una stessa istituzione è giudicato dalla Corte europea non compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dall'art. 6, para 1 CEDU.

Nonostante quanto evidenziato nei passaggi precedenti, la Corte di Strasburgo afferma che la previsione di una fase giurisdizionale innanzi all'organo di appello indipendente e imparziale dotato di piena giurisdizione, può sanare i vizi della fase procedimentale, non quello riguardante la mancanza di una pubblica udienza<sup>36</sup>.

La decisione ha riaperto il dibattito in dottrina sulla necessità di un maggiore contraddittorio procedimentale nei procedimenti di davanti alle autorità indipendenti e sulla democraticità di tali procedimenti, in particolare sul sistema sanzionatorio anche di altre autorità amministrative italiane, come la Banca d'Italia che ha un procedimento molto simile.

---

commercio. In alcuni Stati europei come la Gran Bretagna, la natura penale alle sanzioni irrogate dalle autorità indipendenti è formalmente riconosciuta tramite l'attribuzione a un organo giurisdizionale del potere di irrogare le sanzioni.

<sup>35</sup>Entro certi limiti, può essere considerata di natura "penale" e, quindi, rientrare nell'ambito di applicazione dell'art. 6 CEDU anche una misura nella quale il carattere afflittivo non sia prevalente o manchi del tutto, ma che tuttavia abbia conseguenze gravi per il destinatario. Tra le altre, Corte europea dei diritti dell'uomo, 24 aprile 2012, *Mihai Toma v. Romania*, ricorso n. 1051/06, par. 26, che ritenuto di natura "penale", ex art. 6 CEDU, la sanzione di ritiro della patente di guida (qualificata nel relativo ordinamento come misura amministrativa); nonché, in precedenza, Corte europea dei diritti dell'uomo, 30 maggio 2006, *Matyjec v. Polland*, ricorso n. 38184/03, par. 58 (riguardante la comminazione di misure di interdizione per dieci anni dai pubblici uffici e dall'esercizio di determinate professioni prevista dall'ordinamento polacco nei confronti di coloro che avessero reso false dichiarazioni in ordine alla passata collaborazione con il regime comunista).

<sup>36</sup>Al momento del giudizio in Italia era competente la Corte di Appello, ai sensi del combinato disposto degli artt. 187-septies, c. 6, del d.lgs. n. 58 del 1998, e 23 della l. n. 689 del 1981. La competenza del giudice ordinario in materia era venuta meno quando gli artt. 133, c. 1, lett. l), e 134, c. 1, lett. c), del Codice del processo amministrativo avevano attribuito alla giurisdizione esclusiva e di merito del giudice amministrativo i ricorsi avverso i provvedimenti sanzionatori irrogati da varie autorità indipendenti tra cui, appunto, la Consob. Recentemente, però, per effetto della Corte costituzionale del 27 giugno 2012, n. 162, la competenza in materia di procedimenti sanzionatori della Consob è stata nuovamente attribuita al giudice ordinario, ossia alla Corte d'Appello (art. 195 del Tuf in vigore).

4. Sul tema della compatibilità del procedimento sanzionatorio Consob con i principi del contraddittorio è stata chiamata a pronunciarsi la giurisprudenza nazionale.

In primo grado il Tar Lazio ha riconosciuto che le sanzioni irrogate dalla Consob rientrano per severità nell'ambito della materia penale e evidenziato la necessità di estendere le medesime garanzie previste dall'art. 6 CEDU<sup>37</sup>. La disciplina dettata dal Regolamento Consob 2005 viene dichiarata "non conforme" ai corollari del giusto processo: mancanza di separazione tra attività istruttoria e attività decisoria; non adeguate garanzie di contraddittorio; mancanza di una pubblica udienza che permetta un confronto orale. Ribadisce, altresì, che il cumulo dell'esercizio di funzioni di indagine e di giudizio in seno a una stessa istituzione in materia penale non è compatibile con le esigenze di imparzialità richieste dalla Convenzione (art. 6).

Per superare il rilievo di carenza di imparzialità oggettiva dell'autorità, legato alla mancata separazione tra attività istruttoria e decisoria, si afferma la necessità di una "radicale revisione della attuale assetto legislativo dell'organizzazione della Consob. L'adeguamento imposto dalla Convenzione EDU, tuttavia, non potrebbe essere ritenuto un onere dell'autorità, ma necessiterebbe di un intervento legislativo<sup>38</sup>. Si tratta di un passaggio poco chiaro della decisione: non si comprende come la potestà regolamentare attribuita all'autorità dalla legge possa non riguardare anche le modifiche, gli adeguamenti delle regole emanate e/o l'emanazione di un nuovo Regolamento, posto che gli adeguamenti richiesti risultano perfettamente in linea con la delega contenuta all'art. 187-septies, che

---

<sup>37</sup>Cfr. TAR Lazio, Sez. II, 27 novembre 2014, nn. 11886 e 11887; Pres. Mezzacapo - Est. Polidori; soc. Banca Profilo c. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa; soc. Arepo BP S.p.A. e altri c. Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. Per un commento, RAGANELLI, *Procedimento sanzionatorio Consob e giusto processo*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015; ID., *Tar Lazio, Sez. II, 27 novembre 2014, nn. 11886 e 11887*, in *Foro it.*, 2015.

<sup>38</sup>Il Tar Lazio ricorda che l'adeguamento alle interpretazioni fornite dalla Corte EDU potrebbe avvenire anche per il tramite del giudice stesso, sollevando la questione di legittimità costituzionale dall'articolo 187-septies del Tuf per contrasto con l'art. 117, comma 1, Cost. e con l'art. 6, comma 1, della Convenzione EDU, e dichiarando l'illegittimità delle disposizioni del Regolamento che non danno corretta attuazione ai principi del giusto processo.



richiama i principi del contraddittorio, della conoscenza degli atti istruttori, della verbalizzazione, nonché della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie. Ammesso che una revisione dell'organizzazione della Consob possa implicare un intervento legislativo, non si comprende come ciò possa escludere il dovere dell'autorità di intervenire nell'esercizio della propria potestà regolatoria.

Si è sostenuto che la previsione di un controllo giurisdizionale di piena giurisdizione garantito ai destinatari delle sanzioni per il tramite del ricorso alla competente Corte di Appello<sup>39</sup>, sarebbe in grado di sanare *ex post* le "carenze" evidenziate nel procedimento sanzionatorio e i rilievi di "non conformità" ai corollari del giusto processo, attraverso un meccanismo di adeguamento differito<sup>40</sup>.

Sulla questione è intervenuto il Consiglio di Stato con due sentenze del 2015 con cui ha dichiarato il procedimento in discussione non conforme ai "principi del contraddittorio, della piena conoscenza degli atti e della distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie", espressamente richiamati dalla legge nazionale (artt. 187 *septies* e 195 TUF e art. 24, L. n. 262/2005)<sup>41</sup>. Ha giudicato pertanto il regolamento Consob 2005 illegittimo per contrasto con la normativa nazionale, ma non con l'art. 6, par. 1, CEDU e con la Costituzione ed ha affermato che la pretesa al "giusto procedimento" non è giuridicamente rilevante e azionabile in giudizio a

---

<sup>39</sup>La CEDU ha ricordato in più occasioni che i ricorrenti devono poter impugnare qualsiasi decisione adottata in questo modo nei loro confronti dinanzi a un tribunale che offra le garanzie dell'articolo 6 (tra le altre *Kadubec c. Slovacchia*, 2 settembre 1998; *Čanady c. Slovacchia*, n. 53371/99, 16 novembre 2004).

<sup>40</sup>Il procedimento amministrativo teso all'applicazione delle sanzioni per *market abuse* altro non è che una prima fase - affidata alla Consob - di un procedimento unitario, seguita da due successive fasi di natura giurisdizionale, rappresentate dal giudizio di opposizione e dal giudizio innanzi alla Corte di Cassazione. Nelle due fasi successive la decisione amministrativa dell'autorità viene sottoposta al controllo di organi giurisdizionali. Sicché per valutare se vi sia stata o meno una lesione del diritto al giusto processo si dovrebbe considerare il procedimento nel suo complesso e non le sue singole fasi. Ciò consentirebbe di attribuire a un'autorità amministrativa come la Consob, priva delle caratteristiche di imparzialità e di indipendenza tipiche degli organi giurisdizionali, il potere di applicare sanzioni "penali", proprio in quanto soggetto al controllo da parte di un organo dotato di piena giurisdizione.

<sup>41</sup>Cfr. Cons. St., Sez. VI, 26 marzo 2015, nn. 1595 e 1596. Per un commento sia consentito rinviare a B. Raganelli, *Sanzioni Consob e tutela del contraddittorio procedimentale*, in *Giornale di Diritto amministrativo*, n. 4/2015, pp. 511 ss.

prescindere e prima dell'emanazione del provvedimento sanzionatorio.

Anche il Consiglio di Stato è intervenuto sul tema con alcune interessanti riflessioni su cui sembra opportuno ritornare. Ha innanzitutto riconosciuto la necessità di una piena attuazione delle garanzie dell'equo processo fin dalla fase procedimentale di irrogazione della sanzione con conseguente possibilità di ottenere una tutela anticipata rispetto al provvedimento sanzionatorio<sup>42</sup>. Tale principio è stato affermato nelle ordinanze cautelari e negato successivamente nelle decisioni di merito. In secondo luogo ha dichiarato l'illegittimità del regolamento Consob con la disciplina nazionale in tema di *market abuse* ed evidenziato alcune criticità del procedimento sul piano del rispetto del c.d. *fair trial*, in gran parte legate alla mancata distinzione tra funzioni istruttorie e decisorie in seno all'autorità.

Sulla questione della compatibilità del regolamento Consob con i principi dell'equo processo, da un lato si sono evidenziati profili di disallineamento rispetto all'art. 6 CEDU<sup>43</sup>; dall'altro si è negata l'esistenza di profili di contrasto con la normativa CEDU e con gli artt. 24 e 111 Cost. L'art. 6 CEDU non imporrebbe che il procedimento amministrativo di irrogazione delle sanzioni per la fattispecie di *market abuse* sia disciplinato in modo da assicurare, già nella fase amministrativa, l'imparzialità oggettiva dell'autorità che applica la sanzione e il pieno rispetto del principio del giusto processo.

Nelle decisioni in appello il giudice amministrativo italiano propone un'interpretazione della decisione della Corte EDU ancorata ad alcuni passaggi

---

<sup>42</sup>Cfr. Cons. Stato, Sez. VI, ordinanze 2 ottobre 2014, n. 4491 e 4492. Tale posizione è stata contraddetta nelle successive sentenze nn. 1595-1596 del 26 marzo 2015. Per un commento, ALLENA, *Interessi procedimentali e convenzione europea dei diritti dell'uomo: verso un'autonomia di tutela?*, in *Giorn. dir. amm.*, n.1/2015, 67 ss. Con successivo decreto monocratico, viene evidenziata la sussistenza di "sufficienti elementi di *fumus*" per impedire la prosecuzione del procedimento sanzionatorio in questione, vista la "entità delle conseguenze patrimoniali, nonché professionali e funzionali incombenti all'esito del procedimento sanzionatorio" (Cons. Stato, Sez. VI, decreto 2 dicembre 2014, n. 5466). Successivamente, con ordinanza collegiale del 15 gennaio 2015, il Consiglio di Stato ha dichiarato improcedibile l'istanza cautelare "alla luce dell'impegno espressamente assunto dalla Consob di non continuare il procedimento sanzionatorio fino alla decisione del merito fissata per il prossimo 3 febbraio 2015".

<sup>43</sup>Vedi ordinanze richiamate nella nota precedente.

fondamentali: la non coincidenza della nozione di “pena” o “sanzione penale” rispettivamente accolta dall’ordinamento nazionale e da quello CEDU; la qualificazione delle sanzioni Consob come “sanzioni solo in senso lato assimilabili a quelle penali”, nell’irrogazione delle quali le garanzie del giusto processo vengono assicurate dalla possibilità di rivolgersi ad un organo indipendente e imparziale, di *full jurisdiction*; la libertà di scelta degli ordinamenti nazionali di strutturare il procedimento sanzionatorio (fase amministrativa) senza assicurare le garanzie del “giusto processo”; la difficoltà in Italia di assimilare il “giusto procedimento” al “giusto processo”, a causa di una mancata reale separazione tra funzione istruttoria e funzione decisoria in seno alla Consob; la non praticabilità di tale separazione *de iure condito* e la mancanza di obblighi sovranazionali in tal senso.

Le pronunce rappresentano per alcuni profili un passo avanti rispetto al passato, mentre per altri paiono un tentativo di virata verso vecchi orientamenti della giurisprudenza, in parte inclini a contenere lo spazio concesso alle garanzie procedurali in nome di esigenze di effettività dell’azione amministrativa<sup>44</sup>. Tale scelta rappresenta, per alcuni profili, una battuta d’arresto nel processo di un adeguamento dei procedimenti delle autorità amministrative italiane ai principi CEDU e lascia aperte una serie di questioni soprattutto nella prospettiva di un’armonizzazione dei modelli europei di riferimento.

Diversi i punti che sollevano perplessità, che meritano alcune riflessioni.

Innanzitutto, l’affermazione secondo cui le sanzioni Consob non rientrerebbero nel c.d. *hard core* delle sanzioni penali, cui dovrebbero essere riconosciute tutte le garanzie procedurali<sup>45</sup> e la previsione di una successiva

---

<sup>44</sup>Tra le altre, Corte di cassazione, Sez. un., 30 settembre 2009, n. 20935; Cons. Stato, Sez. VI, 20 luglio 2011, n. 4392, in *Foro amm. CDS*, 2011, 2535 ss., secondo il quale eventuali carenze nel contraddittorio procedimentale non si tradurrebbero in alcuna violazione del diritto di difesa e le norme costituzionali (art. 24 e 111 Cost.) non troverebbero applicazione nella fase amministrativa; Cons. Stato, Sez. VI, 8 febbraio 2008, n. 424, in *Foro amm. CDS*, 2008, 507 ss.

<sup>45</sup>La nozione elaborata dalla Corte EDU è oggetto di una giurisprudenza consolidata della CEDU a partire dal caso Engel (Corte europea dei diritti dell’uomo, 8 giugno 1976, *Engel and Others v. the Netherlands*, ricorsi nn. 5100/71, n. 5101/71, n. 5102/71, parr. 81- 82), che ha individuato i tre criteri (natura “intrinsecamente penale” dell’infrazione, carattere punitivo della sanzione e gravità

fase giurisdizionale innanzi a un organo dotato di piena giurisdizione<sup>46</sup>, in grado di colmare le eventuali “mancanze” della fase amministrativa<sup>47</sup>. Come noto, non sempre nel nostro Paese la fase processuale costituisce il luogo di un compiuto riesame della scelta amministrativa<sup>48</sup>. Non sempre è possibile un riesame pieno, punto su punto, delle scelte amministrative, nel contesto di un sindacato avente un carattere appellatorio in cui l’autorità giurisdizionale possa verificare se, in rapporto alle circostanze del caso concreto, l’autorità amministrativa abbia fatto “un uso appropriato dei suoi poteri”, esaminando il fondamento e la proporzionalità delle scelte compiute dall’autorità amministrativa, anche sindacando le (relative) valutazioni tecniche complesse<sup>49</sup>. Ne consegue che la fase

---

della stessa) che consentono di qualificare una determinata misura come “penale” ex art. 6 CEDU. Ai fini dell’applicazione dell’art. 6, par. 1, è sufficiente che l’infrazione e sia di natura penale rispetto all’ordinamento nazionale, oppure che abbia esposto l’interessato a una sanzione che, per la sua natura e gravità, ricada generalmente nella materia penale, avendo carattere punitivo e deterrente e non semplicemente risarcitorio o ripristinatorio.

<sup>46</sup>Fra le caratteristiche di un organo giudiziario dotato di piena giurisdizione figura il potere di riformare qualsiasi punto, in fatto e in diritto, della decisione impugnata, resa dall’organo inferiore. In particolare esso deve avere competenza per esaminare tutte le pertinenti questioni di fatto e di diritto che si pongono nella controversia di cui si trova investito (tra le altre, Corte europea diritti umani, *Chevol c. Francia*, 13 maggio 2003, n. 49636/99, § 77; *Silvester’s Horeca Service c. Belgio*, 4 marzo 2004, n. 47650/99, § 27; *Grande Stevens c. Italia*, citata, § 139; *Menarini Diagnostics S.r.l. c. Italia*, 27 settembre 2011, n. 43509/08, § 59; *Beaumartin c. Francia*, 24 novembre 1994, § 38 e 39, serie A n. 296 B).

<sup>47</sup>Sul punto vedi anche il caso *Schmaltzer - Umlauf - Gradinger - Pramstaller - Palaoro - Pfarmer c. Austria*, sentenze del 23 ottobre 1995, rispettivamente §§ 34, 37, 42 e 39, 41 e 38, serie A nn. 328 A-C e 329 A C.

<sup>48</sup>Alcuni dubbi hanno riguardato in passato l’effettivo esercizio della *full jurisdiction* nello stesso caso *Grande Stevens*. Tra gli altri ALLENA, *Il caso Grande Stevens c. Italia: le sanzioni Consob alla prova dei principi Cedu*, cit., la quale osserva come nella giurisprudenza di Strasburgo il rapporto tra garanzie procedurali e giurisdizionali è per certi profili ancora sfuggente. In precedenza, ALLENA, *Il sindacato del giudice amministrativo sulle valutazioni tecniche complesse: orientamenti tradizionali versus obblighi internazionali*, in *Dir. proc. amm.*, 2012, p. 1602 ss., ID, *L’art. 6 CEDU come parametro di effettività della tutela procedimentale e giudiziale all’interno degli Stati membri dell’Unione europea*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2012, p. 267 ss.; PRUDENZANO, *Giusto procedimento amministrativo, discrezionalità tecnica ed effettività della tutela giurisdizionale nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo*, in Osservatorio costituzionale AIC, maggio 2014 (<https://www.associazionedeicostituzionalisti.it>). In giurisprudenza Corte europea dei diritti dell’uomo, 4 marzo 2004, *Silverster’s Horeca Service c. Belgique*, citata, 26-27. Contra, viene spesso indicata la sentenza *Menarini c. Italia*, sopra citata.

<sup>49</sup>Sul tema, tra gli altri, POLICE, *Tutela della concorrenza e pubblici poteri*, Torino, 2007. Nel senso di un possibile contrasto tra la “sanatoria” ex post dei vizi della fase procedimentale e l’art. 113, comma 2, Cost., nella parte in cui tale norma impone di dare piena e immediata rilevanza a tutti i vizi di legittimità che, dunque, dovrebbero sempre poter valere quali mezzi di impugnazione a prescindere dalla eventualità di “compensazione” successiva, GOISIS, *La tutela del cittadino nei confronti della sanzione amministrativa tra diritto nazionale ed europeo*, Torino, 2014, p. 73 ss.

giurisdizionale potrebbe non riuscire a garantire una giurisdizione “piena”, nel senso di sostitutiva e, quindi, capace di offrire al cittadino l’effettiva possibilità di godere, seppure in modo differito, di adeguati diritti di difesa. Inoltre, la stessa Corte di Strasburgo sembra aver individuato come chiaro limite alla compensazione differita delle garanzie dell’equo processo la “minorità della sanzione”<sup>50</sup>, che non sembra riscontrabile per le sanzioni delle autorità indipendenti, in grado di incidere in modo assolutamente rilevante non solo sull’integrità patrimoniale del destinatario, ma anche sul suo onore e sulla reputazione professionale<sup>51</sup> e di procurare, pertanto, una lesione economica e morale rilevante. Le sanzioni irrogate dalle autorità possono pregiudicare la stessa “reputazione” degli esponenti aziendali, concetto più ampio e indeterminato rispetto ai tassativi requisiti di onorabilità<sup>52</sup>, introdotto dalla disciplina europea<sup>53</sup> e recepito nel nostro ordinamento<sup>54</sup>. Come è stato recentemente evidenziato, esse possono produrre ulteriori conseguenze dannose, come il congelamento di diritti di voto e l’obbligo di cessione di quote di partecipazione rilevanti<sup>55</sup>. Tali considerazioni impongono una cautela ulteriore nel sostenere l’ammissibilità di compensare la mancanza di garanzie procedurali attraverso la successiva fase

---

<sup>50</sup>Tra le altre, Corte europea diritti umani, *Öztürk c. Germany*, 21 febbraio 1984, in *Série A*, no. 73, 18, 50 e in *Riv. it. dir. proc. pen.* 1985, 894. In particolare nel caso *Jussila c. Finland.*, 23 novembre 2006, 73053/01, 43, con riguardo a una sanzione tributaria di modesta entità (c.d. “minor offences”), ha ritenuto non necessaria l’applicabilità di tutte le garanzie di cui all’art. 6 CEDU.

<sup>51</sup>Il riferimento è alle c.d. sanzioni accessorie, di cui all’art. 187 *quater* (la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali e, in caso di società quotate, l’incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo; la possibilità che la Consob intimi ai soggetti abilitati, alle società di gestione del mercato, agli emittenti quotati e alle società di revisione di non avvalersi, nell’esercizio della propria attività dell’autore della violazione, e richiedere ai competenti ordini professionali la temporanea sospensione del soggetto iscritto all’ordine dall’esercizio dell’attività professionale) e all’art. 195, comma 3, TUF, in tema di pubblicità del provvedimento di applicazione delle sanzioni. Sul tema, tra gli altri, Giovagnoli - Fratini (a cura di), *Le sanzioni amministrative*, Milano, 2009, 2202 ss.

<sup>52</sup>Art. 25, D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (T.U.B.) e art. 1 D.M. n. 144/1998.

<sup>53</sup>Dir. 2007/44/CE.

<sup>54</sup>Artt. 19 e 24 T.U.B.

<sup>55</sup>È ciò che è accaduto nel noto caso *Mediolanum-Berlusconi*, con riferimento al quale il T.A.R. Lazio, respingendo i ricorsi, ha riconosciuto l’obbligo per la Fininvest spa di cedere la partecipazione in *Mediolanum* eccedente il 9,9% del capitale (T.A.R. Lazio, Sez III, 5 giugno 2015, n. 7966).

giurisdizionale.

Un secondo punto che solleva perplessità attiene al passaggio che lega la “libertà di scelta” degli ordinamenti nazionali di definire la struttura del procedimento sanzionatorio delle autorità<sup>56</sup> con la previsione nazionale di un modello in cui manca una reale separazione tra funzione istruttoria e funzione decisoria in seno all’autorità<sup>57</sup>. Il Consiglio di Stato ritiene la separazione “non praticabile” *de iure condito* e “non necessaria”, in mancanza di obblighi sovranazionali in tal senso. Con la conseguenza che la scelta di prevedere una fase amministrativa priva delle garanzie del giusto processo, seguita da una fase giurisdizionale di *full jurisdiction*, non risulterebbe *contra ius*, bensì solo “inidonea” ad assicurare le garanzie del giusto processo di cui all’art. 6 CEDU. Un passo indietro pertanto rispetto alle pronunce in primo grado che avevano dichiarato la “necessità” di una radicale revisione dell’assetto organizzativo dell’autorità, finalizzato a eliminare il cumulo di funzioni di indagine e di giudizio, ritenuto incompatibile con le esigenze di imparzialità richieste dalla Corte EDU.

D’altro canto, la mancanza un esplicito riferimento al contraddittorio orizzontale nei procedimenti delle autorità non può valere a escludere l’esistenza di un nucleo irriducibile di diritti, ricompresi nella nozione di “giusto

---

<sup>56</sup>Nelle decisioni si afferma che, in base all’art. 6, par. 1, CEDU gli Stati “possono scegliere” di realizzare le garanzie del giusto processo già nella fase amministrativa - e, in questo caso, un successivo controllo giurisdizionale potrebbe non essere neppure previsto (Grand Chambre, 22 novembre 1995, caso 19178/91, Brian c. Regno Unito) -, ovvero assicurare il ricorso di piena giurisdizione, consentendo che la sanzione applicata dall’autorità amministrativa sia sottoposta a un sindacato pieno, di natura tendenzialmente sostitutiva. In precedenza, sul caso *Menarini* citato, il Consiglio di Stato aveva ritenendo manifestamente infondata la censura d’incostituzionalità proposta contro la L. n. 287/1990 per violazione degli artt. 3, 24 e 97 Cost., che sarebbe derivata dalla concentrazione in capo a un unico organo di funzioni istruttorie e decisorie. Aveva quindi affermato che, trattandosi di un organo amministrativo, i cui provvedimenti sono sottoposti a sindacato giurisdizionale, “non vi sarebbero vincoli costituzionali alla discrezionalità legislativa in sede di regolazione dei confini tra funzione istruttoria e potere decisorio” (Cons. Stato, sent. 16 marzo 2006, n. 1397, pt. 3.1).

<sup>57</sup>Nel procedimento sanzionatorio è prevista una fase istruttoria “bifasica” - dinanzi alla Divisione competente per materia e successivamente all’Ufficio Sanzioni Amministrative - seguita da una fase decisoria di competenza della Commissione. Tuttavia, da un punto di vista soggettivo-strutturale le due funzioni restano concentrate in capo ad un’unica autorità e ciò è stato ritenuto non compatibile con la Convenzione.

procedimento”<sup>58</sup>. Ne è la prova la tendenza nel nostro ordinamento ad assimilare il “giusto procedimento” al “giusto processo”, anticipando in sede procedimentale molte garanzie tradizionalmente tipiche del processo, come la tutela del contraddittorio<sup>59</sup>. Per le autorità indipendenti, in particolare, le esigenze di indipendenza e di neutralità rispetto alla funzione di indirizzo politico dell’esecutivo e la c.d. natura paragiurisdizionale impongono un rafforzamento

---

<sup>58</sup>Al principio del giusto procedimento è stata riconosciuta, entro certi limiti, valenza costituzionale (Corte cost. 23 marzo 2007, n. 103), in rapporto anche ai risvolti connessi alla partecipazione e al contraddittorio. La stessa giurisprudenza amministrativa, in passato fredda nei confronti delle richieste avanzate dai partecipanti ai procedimenti delle autorità indipendenti, è oggi orientata a riconoscere ai destinatari dei provvedimenti delle autorità il diritto di partecipazione al procedimento e di contraddittorio tra le parti, quali garanzie minime in assenza di una responsabilità politica delle autorità stesse (tra le altre, T.A.R. Lazio, 4 maggio 1999, n. 997). Il Consiglio di Stato ha sostenuto che, nei settori regolati dalle autorità, in assenza di un sistema completo e preciso di regole di comportamento con obblighi e divieti fissati dal legislatore, la caduta del valore della legalità sostanziale deve essere compensata almeno in parte, con un rafforzamento della legalità procedurale, sotto forma di garanzie del contraddittorio. Il nostro ordinamento garantirebbe un principio generale di partecipazione al procedimento, senza deroghe o eccezioni, cui andrebbe riconosciuto valore di principio generale dell’ordinamento, strettamente connesso con i canoni costituzionali dell’imparzialità e del buon andamento. Tale principio ‘non tollererebbe interpretazioni che ne limitino arbitrariamente l’applicazione generalizzata a tutti i procedimenti (Cons. Stato, Sez. V, 18 novembre 2004, 7553). Il diritto al “giusto procedimento” andrebbe poi tenuto distinto dal diritto alla “giusta sanzione”, che incide su una posizione soggettiva individuale. Come è stato evidenziato dalla Corte EDU, una giusta sanzione può essere irrogata al termine di un procedimento iniquo (Corte europea dei diritti dell’uomo, 25 luglio 2000, caso 23969/94, *Mattocchia c. Italia*, 85).

<sup>59</sup>L’art. 6 CEDU è stato ritenuto applicabile anche ai procedimenti amministrativi, di cui fanno parte i procedimenti innanzi alle autorità amministrative indipendenti. Come è stato evidenziato, “quando il principio del giusto procedimento non è previsto dalle norme, spesso è affermato dai giudici” (MATTARELLA, *Pubblica amministrazione e interessi*, in AA.VV., *Il diritto amministrativo oltre i confini*, Milano, 2012, p. 113 ss.). Nella dottrina internazionale sul tema, tra gli altri, GALLIGAN, *Due Process and Fair Procedures. A Study of Administrative Procedures*, Oxford, 1997, spec. p. 212 ss.). Nella dottrina italiana, la rilevanza procedimentale dell’art. 6 CEDU è stata colta, tra gli altri, da CASSESE, *Le basi costituzionali*, in *Trattato di diritto amministrativo*, Milano, 2003, I, 173 ss., 239; ID., *Oltre lo Stato: i limiti dei governi nazionali nel controllo dell’economia*, in Galgano - Cassese - Tremonti - Treu, *Nazioni senza ricchezza ricchezze senza nazione*, Bologna, 1993, 35 ss.; ID., *Un giusto procedimento globale?*, in *ivi*, 125 ss.; DELLA CANANEA, *Al di là dei confini statuali. Principi generali del diritto pubblico globale*, Bologna, 2009, p. 27; GOISIS, *Garanzie procedimentali e Convenzione europea per la tutela dei diritti dell’uomo*, in *Dir. proc. amm.*, 2009, p. 1338 ss.; PACINI, *Diritti umani e amministrazioni pubbliche*, Milano, 2012, spec. p. 211 ss.; ALLENA, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, Napoli, 2012. La Corte europea sui diritti dell’uomo si è occupata del rapporto tra il principio del giusto processo, il giusto procedimento amministrativo e sindacato giurisdizionale del giudice amministrativo sulle valutazioni tecnico-discrezionali delle amministrazioni pubbliche nel caso *Placi v. Italy* (Corte europea diritti umani, 21 gennaio 2014, ricorso n. 48754/11).

delle tradizionali garanzie del giusto procedimento<sup>60</sup>. Per alcune di esse (Banca d'Italia, Consob, Isvap e Covip), il legislatore ha espressamente prescritto la separazione tra organi con funzioni istruttorie e organi con funzioni decisorie (*judge versus jury*)<sup>61</sup>.

Per queste ragioni risulta poco convincente anche il passaggio successivo nelle decisioni il quale sostiene che il procedimento amministrativo finalizzato all'emanazione di un provvedimento incidente su diritti soggettivi, non sarebbe assimilabile al giudizio<sup>62</sup>, né sarebbe possibile una totale equiparazione del principio del "giusto procedimento" con quello di "giusto processo". La disciplina del procedimento sanzionatorio sarebbe vincolata al solo rispetto dei più generici principi di parità di trattamento, imparzialità e buon andamento dell'amministrazione (artt. 3 e 97 Cost.), nonché al generalissimo principio di legalità che è sempre sotteso all'operare della pubblica amministrazione. La tutela cautelare (*ante causam* e monocratica) sarebbe in grado di assicurare, sia nel processo amministrativo, sia in quello civile di opposizione alle sanzioni amministrative, un equilibrato contemperamento degli interessi e una tutela effettiva. Si omette tuttavia di riconoscere rilevanza agli eventuali effetti gravemente lesivi che, nelle more nell'esperimento del rimedio giurisdizionale, il provvedimento amministrativo sanzionatorio può produrre in danno al privato in forza della sua immediata esecutività. Quest'ultima, che deriva da un carattere

---

<sup>60</sup>La natura paragiurisdizionale delle autorità indipendenti non trova uniforme riconoscimento. Con riferimento ad esempio all'autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato (AGCM), la giurisprudenza ha sottolineato la natura amministrativa e non giurisdizionale o paragiurisdizionale (Cons. Stato, sent. 23 aprile 2002, n. 2199). Nel caso Menarini i giudici di Strasburgo hanno statuito che l'AGCM non è tecnicamente "*un juge*", né il relativo procedimento può essere definito una procedura giudiziaria in contraddittorio. Con riferimento al Garante per la protezione dei dati personali, la Cassazione (Cass., sent. 20 maggio 2002, n. 7341) ha chiarito che, nell'ordinamento italiano, "non esiste un *tertium genus* tra amministrazione e giurisdizione". In letteratura si veda, tra gli altri MANETTI, *Poteri neutrali e Costituzione*, Milano, 1994, p. 113 ss.; D'ALBERTI, voce *autorità indipendenti (dir. amm.)*, in Enciclopedia giuridica Treccani, vol. IV, 1996, p. 6; CUNIBERTI, *autorità indipendenti e libertà costituzionali*, in *Amministrazione*, 2000, p. 40; ANGIOLINI, *Le «autorità» alla ricerca dell'«indipendenza»*, in *Amministrare*, n. 1-2/2000.

<sup>61</sup>Art. 34, L. 28 dicembre 2005, n. 262; artt. 187 *septies*, comma 2 e 195 TUF e art. 145 TUB.

<sup>62</sup>I precetti costituzionali e i principi sul diritto di difesa e sul giusto processo (art. 111 Cost.), sarebbero direttamente riferibili solo ai giudizi dinanzi a organi giurisdizionali. In tal senso Cass., SS.UU., 20 settembre 2009, n. 20935.



generale dei provvedimenti amministrativi nel nostro ordinamento, solleva delicate questioni anche sotto il profilo del rispetto del principio di presunzione di innocenza di cui al secondo comma dell'art. 6 CEDU, il quale implica un divieto di soggezione alla sanzione "penale" prima che si sia concluso un equo processo<sup>63</sup>.

Sia pure comprensibili le motivazioni del giudice amministrativo, in gran parte legate al timore di una "giurisdizionalizzazione del procedimento amministrativo" in senso lato e alla volontà di contemperare le esigenze di tutela del privato con quelle alla prontezza, all'efficacia e all'efficienza dell'azione amministrativa, esse non risultano pienamente condivisibili. Tali esigenze, infatti, non possono consentire di rinnegare una copertura costituzionale a principi oramai riconosciuti dalla giurisprudenza e dalla letteratura internazionale, oltre che nazionale<sup>64</sup>, oggi ricondotti dal legislatore ai livelli essenziali delle prestazioni concernenti i "diritti civili e sociali", che devono essere garantiti su tutto il territorio nazionale<sup>65</sup>. Pur essendo una moneta da spendere con parsimonia, tali

---

<sup>63</sup>Sul tema M. Allena, *Art. 6 CEDU. Procedimento e processo amministrativo*, 74. L'accertata natura penale della sanzione comporterebbe la conseguente applicazione al procedimento sanzionatorio anche dei principi sanciti dagli artt. 27 e 111 Cost. sulla presunzione di innocenza sino a sentenza definitiva e riproporrebbero la questione della necessaria parità delle parti nel contraddittorio e della necessaria terzietà e imparzialità dell'organo giudicante.

<sup>64</sup>Il rischio che l'efficienza dell'amministrazione possa essere compromessa da un eccesso di partecipazione procedimentale è stato evidenziato tra gli altri da B.G. Mattarella, *ult. op. cit.*, 132. Maggiore "democratizzazione" del procedimento *versus* maggiore lentezza, minore efficienza ed efficacia dell'azione amministrativa, più frammentazione. Ciò sarebbe il risultato del conflitto di interessi in seno alle amministrazioni. Il tema dell'efficacia applicato ad alcuni istituti della giustizia amministrativa italiana, è stato affrontato tra gli altri da RAGANELLI, *Efficacia della giustizia amministrativa e pienezza della tutela*, Torino, 2012; ID., *La tutela dell'interesse pubblico in economia*, in *Amministrazione in cammino*, 2014.

<sup>65</sup>Art. 29, comma 2 *bis*, della L. n. 241/1990 (modificato dalla L. n. 69/2009), che rinvia all'art. 117, comma 2, lett. m), Cost. In dottrina, prima della riforma del titolo V della Cost., tra gli altri, PASTORI, *La disciplina generale dell'azione amministrativa*, in Aa. Vv., *Annuario AIPDA 2002*, Milano, 2003, p. 36 ss.; SORACE, *La disciplina generale dell'azione amministrativa dopo la riforma del Titolo V della Costituzione. Prime considerazioni*, ibidem, p. 27 ss. Dopo la riforma costituzionale, tra gli altri, MORBIDELLI, *Il procedimento*, in Mazzarolli - Pericu - Romano - Roversi Monaco - Scoca, *Diritto amministrativo*, Bologna, 2005, I, p. 635 ss.; ID., *In tema di art. 29 l. n. 241/1990 e di principi generali del diritto amministrativo*, in *Giustamm* (<http://www.giustamm.it>), 2009; GALLO, *La riforma della legge sull'azione amministrativa ed il nuovo titolo V della nuova Costituzione*, in *giustamm.it*, 2005; CERULLI IRELLI, *Osservazioni generali sulla legge di modifica della l. n. 241/1990*, in *giustamm.it*, 2005. Più recentemente, MORBIDELLI - MATTARELLA, *I procedimenti delle regioni e degli enti locali*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, 1142 ss.; MANFREDI, *Procedimento amministrativo e diritti civili*, in *Le Regioni*,

garanzie sono oramai divenute un valore globale, cui non può essere negato riconoscimento. I tempi sono oramai maturi anche in Italia perché si superi ogni dubbio al riguardo: si fornisca adeguata risposta alle esigenze di tutela del contraddittorio, sia innanzi alle amministrazioni e alle autorità, sia innanzi ai giudici in senso stretto (eventualmente procedendo a una riforma del sistema delle autorità indipendenti), contemperando tali esigenze con quelle di efficacia dell'azione amministrativa. Pur volendo mantenere una distinzione tra procedimento e processo, si possono introdurre alcune modifiche all'organizzazione e ai procedimenti di *adjudication* delle autorità, che vadano nella direzione di colmare alcune lacune e superare alcune criticità, come sembra aver in parte intuito la Consob nella recente delibera 2015.

Il quarto e ultimo passaggio è quello che con grande maestria definisce la controversia e frustra le aspettative alimentate dalle precedenti ordinanze cautelari e nutrite nell'andamento crescente della motivazioni della decisione in appello. Affermando che il giusto procedimento non è pretesa autonomamente azionabile in giudizio prima dell'emanazione del provvedimento sanzionatorio, il giudice amministrativo aderisce ad un certo orientamento della giurisprudenza precedente<sup>66</sup>, e sceglie di ignorarne un altro favorevole all'autonoma impugnabilità degli atti di carattere endoprocedimentale suscettibili di incidere

---

2010, 850 ss.; COCCONI, *Il giusto procedimento tra i livelli essenziali delle prestazioni*, in *Le Regioni*, 2010, p. 1021 ss.; ALLENA, *Disciplina generale del procedimento e ordinamento autonomistico*, in Sandulli - Piperata (a cura di), *La legge sul procedimento amministrativo vent'anni dopo*, Napoli, 2011, p. 51 ss.; PERFETTI, *Pretese procedurali come diritti fondamentali. Oltre la contrapposizione tra diritto soggettivo e interesse legittimo*, in *Dir. proc. amm.*, 2012, p. 850 ss.

<sup>66</sup>In senso analogo Cass., Sez. II, 12 ottobre 2007, n. 21493, secondo cui in tema di sanzioni amministrative vige la regola generale per cui il verbale di accertamento non può essere direttamente impugnato dall'interessato trattandosi di un atto a carattere procedimentale inidoneo a produrre alcun effetto sulla situazione soggettiva; Cons. Stato, Comm. Spec., 16 aprile 2013, n. 3014, secondo cui il regolamento può formare oggetto di contestazione solo unitamente agli atti che dello stesso fanno applicazione, perché è solo attraverso tali atti che si realizza il pregiudizio della sfera soggettiva e, quindi, si attualizza la lesione. Come si è ricordato, gli interessi procedurali riassumono facoltà discendenti dall'interesse legittimo, ma da soli non costituiscono posizioni giuridiche sostanziali direttamente azionabili (ALLENA, *op. ult. cit.*). Sul tema, tra gli altri, NIGRO, *Ma cos'è questo interesse legittimo? Vecchi e nuovi spunti di riflessione*, in *Foro it.*, 1987, V, p. 469 ss.; RENNA, *Obblighi procedurali e responsabilità dell'amministrazione*, in *Dir. amm.*, 2005, 557 ss., p. 664 ss.

immediatamente sulla posizione giuridica dell'interessato<sup>67</sup>. Tra questi sembrano rientrare proprio le sanzioni per *market abuse*, atti con valenza *ex se* lesiva dell'interesse legittimo dedotto in giudizio (come sottolineato nelle pronunce del Tar in primo grado), in quanto il loro eventuale annullamento è in grado di produrre un'utilità che non sarebbe più conseguibile attraverso l'annullamento del provvedimento conclusivo del procedimento. Nel caso in esame, infatti, l'eventuale ricorso giurisdizionale potrebbe non essere in grado di eliminare le conseguenze patrimoniali, nonché professionali e funzionali incombenti all'esito del procedimento.

5. In seguito al dibattito sollevato dall'evoluzione della giurisprudenza citata, la Consob ha avviato una consultazione pubblica finalizzata ad apportare modifiche al procedimento sanzionatorio, che sono state recepite con la delibera 29 maggio 2015, n. 1915844<sup>68</sup>. L'obiettivo è stato quello di ampliare le garanzie di partecipazione e di contraddittorio, fornendo una risposta alle molteplici istanze provenienti dalla dottrina, dal mercato e dalla stessa giurisprudenza.

Allo stesso fine il d.lgs. 2 maggio 2015, n. 72 ha introdotto alcune modifiche al Testo unico bancario e al Testo unico della finanza<sup>69</sup>. In particolare, la nuova disciplina TUF stabilisce che le sanzioni amministrative della Banca d'Italia e della Consob siano applicate con provvedimento motivato, previa contestazione degli

---

<sup>67</sup>Tra gli esempi di apertura della giurisprudenza sull'autonoma impugnabilità degli atti di natura endoprocedimentale, in particolare, sull'impugnativa dell'atto presupposto Cons. Stato, Sez. IV, 7 novembre 2002, n. 6101, in *Foro amm.*, 2002, 2821; T.A.R. Trentino Alto Adige Bolzano, 24 Novembre 2001, n. 313, in *Foro amm. TAR*, 2001, n. 2924; Cons. Stato, Sez. IV, 7 novembre 2001, n. 5723, in *Foro amm.*, 2001, n. 2751; degli atti preparatori ed endoprocedimentali T.A.R. Lombardia, 5 dicembre 2002, n. 4729, in *Foro Amm. TAR* 2002; sull'impugnativa degli atti di natura vincolata - pareri o proposte - idonei a esprimere un giudizio ineluttabile alla determinazione conclusiva, T.A.R. Sicilia, 22 gennaio 2002, n. 128 in *Foro Amm.*, 2002, 206; sull'impugnativa dell'aggiudicazione provvisoria (Cons. Stato, Sez. V, 27 marzo 2013, n. 1828). Si veda anche T.A.R. Lazio Roma, Sez. II, 26 gennaio 2012, n. 865, riguardante un procedimento sanzionatorio avviato dall'AGCM, dove è stato riconosciuto il diritto a ottenere una tutela immediata qualora la lesione della sfera giuridica dell'interessato si concretizzi già nella fase di avvio del procedimento.

<sup>68</sup>Le principali modifiche hanno riguardato gli artt. da 4 a 8 del regolamento Consob.

<sup>69</sup>Il decreto, pubblicato in G.U. del 12 giugno 2015, è stato emanato in attuazione della Dir. 2013/36/UE.

addebiti agli interessati e i soggetti interessati possano presentare deduzioni e chiedere un'audizione personale in sede istruttoria, cui possono partecipare anche con l'assistenza di un avvocato<sup>70</sup>. L'eventuale opposizione al provvedimento sanzionatorio attraverso il ricorso alla Corte d'Appello, non sospende l'esecuzione del provvedimento, che può essere disposta dal giudice con ordinanza non impugnabile, ove si ritenga ricorrano gravi motivi.

Quanto al nuovo procedimento sanzionatorio Consob, oggi la disciplina rende accessibili ai diretti interessati (a certe condizioni) le valutazioni conclusive dell'ufficio sanzioni amministrative redatte al termine della fase istruttoria e riconosce ai destinatari delle contestazioni la facoltà di presentare direttamente alla Commissione controdeduzioni finali in forma scritta. Il diritto di difesa può essere esercitato dai destinatari delle contestazioni nella fase istruttoria, anche con l'assistenza di terzi, mediante la presentazione di deduzioni scritte e documenti, l'accesso agli atti, nonché l'audizione personale in merito agli addebiti contestati. In particolare, ai destinatari della lettera di contestazione degli addebiti, che abbiano presentato le deduzioni scritte, ovvero abbiano partecipato all'audizione prevista, deve oggi essere trasmessa in via automatica (*i.e.* senza la necessità della redazione di un'apposita istanza) la relazione dell'Ufficio sanzioni amministrative per l'esercizio della facoltà di presentare controdeduzioni scritte<sup>71</sup>. Si realizza, pertanto, un ulteriore momento di contraddittorio nella fase decisoria dinanzi al Collegio.

Tenendo conto delle riflessioni emerse nel corso della consultazione, è stato previsto che sia resa nota anche l'entità delle sanzioni contenute nella relazione

---

<sup>70</sup>Artt. 187 *septies* e 195 D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), in linea con l'art. 145, D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (TUB) modificato, che evidenzia gli stessi principi per il procedimento sanzionatorio Banca d'Italia.

<sup>71</sup>La previsione è contenuta nell'art. 8, comma 2. Si allunga il termine di conclusione del procedimento al fine di garantire alla Commissione la possibilità di valutare le controdeduzioni presentate dagli interessati e si stabilisce che la data di conclusione dei procedimenti sanzionatori sia resa nota nel sito internet dell'Istituto con modalità idonee a garantire la riservatezza (art. 4). La scelta, ispirata a principi di efficienza, efficacia, tempestività e buon andamento del procedimento, può risultare adeguata a condizione che l'informazione sia facilmente reperibile sul sito, nel rispetto del principio di trasparenza oltre che di riservatezza.

finale dell'USA e oggetto di proposta alla Commissione<sup>72</sup>. In effetti, l'ostensione degli importi della sanzione proposta è funzionale al pieno rispetto del principio del contraddittorio e dunque essenziale all'esercizio del diritto di difesa. All'esito dell'attività difensiva svolta rispetto alla contestazione dell'ufficio accertatore e alle successive considerazioni dallo stesso trasmesse all'USA, la difesa sulla valutazione della gravità della sanzione costituisce un elemento nuovo su cui fondare il contraddittorio, di cui non si può non tenere conto, se si vuole assicurare un'apprezzabile sostanza a favore del principio del contraddittorio. La scelta della Consob di adottare una formulazione che include la determinazione del *quantum*, si allontana dalla posizione di una certa giurisprudenza per muovere un indubbio passo avanti nella direzione evidenziata dalla stessa Corte EDU<sup>73</sup>.

Costituisce tuttavia un'evidente contrazione del diritto di difesa l'aver voluto limitare l'obbligo di trasmettere la relazione dell'Ufficio sanzioni ai soggetti che nella fase istruttoria abbiano presentato le deduzioni scritte, ovvero abbiano richiesto e partecipato all'audizione dinanzi all'Ufficio sanzioni amministrative<sup>74</sup>. La ragione di tale scelta poggerebbe su esigenze di efficienza, efficacia e buon andamento dell'azione amministrativa: la trasmissione della relazione finale a prescindere da concrete manifestazioni d'interesse alla difesa nel procedimento in questione, favorirebbe l'instaurarsi di meri comportamenti opportunistici volti a dilazionare il termine per l'irrogazione della sanzione al fine di privare la Commissione delle valutazioni sulle deduzioni difensive. Si tratta in realtà di

---

<sup>72</sup>La nuova disciplina prevede che all'esito dell'esame degli atti del procedimento e a conclusione della fase istruttoria, l'USA predisponga una relazione finale nella quale formula proposte motivate in merito alla sussistenza della violazione contestata e alla specifica determinazione della relativa sanzione, ovvero in merito all'archiviazione, e la trasmette alla Commissione entro trentacinque giorni precedenti alla scadenza del termine di conclusione del procedimento (art. 6, comma 4). Per un commento alla versione della delibera oggetto di consultazione, AA.VV., *Qualche perplessità sulla nuova disciplina (in consultazione) del procedimento sanzionatorio della Consob*, in *FcHub.it*.

<sup>73</sup>La giurisprudenza nazionale in passato sembrava ancorata a una visione del contraddittorio nell'ambito del procedimento sanzionatorio "incentrato sul fatto, individuato in tutte le sue circostanze concrete che valgano a caratterizzarlo" e non sul *quantum* della sanzione (per tutte, Cass., SS.UU., 30 settembre 2009, n. 20935; Cass. 12 dicembre 2012, n. 22871).

<sup>74</sup>Art. 4, comma 3, lett. f *bis*); art. 5, comma 1 e art. 8, comma 1, della delibera Consob 2015.

un'evidente limitazione della portata della riforma introdotta, che incide in modo significativo sul riconoscimento del diritto di difesa e di contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dell'autorità. Infatti, la possibilità di godere del diritto al contraddittorio nella fase decisoria dinanzi al Collegio - per il tramite dell'accesso alle valutazioni conclusive dell'ufficio sanzioni amministrative e dell'eventuale possibile presentazione di controdeduzioni finali -, viene di fatto subordinata a una manifestazione di interesse alla partecipazione al procedimento, che si impone debba necessariamente essere esplicitata nella fase istruttoria. Non è chiaro poi se la possibilità di presentare alla Commissione controdeduzioni scritte in replica alle considerazioni dell'Ufficio sanzioni amministrative sia riferita ai destinatari della lettera di contestazione o piuttosto quelli che si sono dichiarati "interessati" e hanno ricevuto la relazione dell'Ufficio<sup>75</sup>.

Il diritto di difesa, che include la possibilità di presentare controdeduzioni scritte sulla base della relazione finale dell'Ufficio, dovrebbe poter essere esercitato da tutti gli interessati entro i termini previsti dalla nuova disciplina, senza deroghe e/o limitazioni. Poco condivisibile è anche la decisione di non intervenire sulla previsione di una sottoscrizione della lettera di contestazione da parte del Direttore Generale, che partecipa anche alla fase decisoria assistendo, sia pure "senza diritto di voto", alle riunioni della Commissione. Sarebbe stato opportuno fornire un segnale di cambiamento più chiaro, in risposta agli auspici della giurisprudenza e della dottrina, nella direzione di garantire una più evidente separazione tra funzioni istruttorie e decisorie.

Anche alla luce delle recenti modifiche alla disciplina, restano dubbi sull'imparzialità oggettiva della Consob e sul reale controllo di *full jurisdiction* offerto dal giudice, il quale non sarebbe comunque idoneo a eliminare le conseguenze negative delle sanzioni, che risultano esecutive al termine della fase

---

<sup>75</sup>Il riferimento è contenuto all'art. 8, comma 2 della delibera 2005. La contrazione del diritto di difesa evidenziata agli artt. 4, comma 3, lett. f *bis*); art. 5, comma 1 e art. 8, comma 1, limiterebbe la possibilità di presentare controdeduzioni scritte in replica alla Commissione alle sole parti "interessate" e "informate" in senso stretto, cui tuttavia la previsione non fa espresso riferimento.

amministrativa. Se, come sostiene il giudice amministrativo, si devono valutare le diverse fasi - procedimentale e giurisdizionale - come parte di un unico procedimento, le sanzioni in quanto atti endoprocedimentali dovrebbero divenire esecutivi solo al termine del giudizio nei suoi diversi gradi.

La nuova disciplina della Consob, quindi, rappresenta un importante passo avanti nel perseguimento dell'obiettivo di ampliare le garanzie di partecipazione e contraddittorio nei procedimenti sanzionatori dell'autorità, ma qualche aggiustamento è ancora possibile e auspicabile, in attesa di una riforma organica del sistema delle autorità indipendenti, che segua la linea evolutiva tracciata dalla Corte EDU e già seguita da altri paesi.

6. Tra i modelli alternativi di riferimento, cui lo stesso Consiglio di Stato rinvia ritenendoli "praticabili" e per alcuni profili "auspicabili", si evidenziano quello anglosassone (statunitense e inglese) da un lato, e quello francese dall'altro, che ha costituito recentemente oggetto di riforma proprio in seguito a una pronuncia della Corte EDU.

Negli Stati Uniti l'*Administrative Procedure Act* prevede che le Agencies svolgano una funzione in gran parte istruttoria, mentre quella decisoria è affidata ai c.d. Administrative Law Judges. Le Agencies sono organi tecnici indipendenti dal circuito governativo che regolano, controllano e sanzionano le attività dei privati in determinati settori a forte impatto economico e sociale, godono di poteri speciali<sup>76</sup>. Presso le varie Agencies sono istituiti specifici *administrative law judges*, chiamati a gestire e realizzare, all'interno del procedimento amministrativo, le garanzie partecipative, anche attraverso l'emanazione di *orders* o *decisions*, poi soggetti ad un'*administrative review* da parte della stessa agency cui gli adm, judges sono assegnati. Sono quindi due soggetti distinti sia pure strettamente

---

<sup>76</sup>Cfr. SATTA, *Contraddittorio e partecipazione nel procedimento amministrativo*, in Follieri - Iannotta, *Scritti in ricordo di Francesco Pugliese*, Napoli, 2010, p. 279-281.

connessi nell'esercizio delle rispettive funzioni.

Il diritto amministrativo statunitense si connota rispetto ai sistemi europei continentali, in quanto si configura come diritto procedurale (*procedural law*), un diritto che disciplina il procedimento di *decision-making* condotto dalle Agencies e che prevede poi forme di tutela giurisdizionale dinnanzi alle corti ordinarie, quale ulteriore momento di verifica e controllo sulla legalità dell'azione amministrativa. Le forme procedurali sono il fulcro del sistema, garanzia della posizioni sostanziali dei privati coinvolti nel procedimento amministrativo, ispirate ed orientate a garantire il fondamentale principio del *due process*.

I giudici ordinari sono chiamati a controllare l'azione amministrativa, attraverso una pluralità di *statutory remedies*, previsti dalle singole leggi che istituiscono le diverse amministrazioni sulle decisioni delle quali deve essere effettuato il controllo giurisdizionale. Non un unico rito processuale, ma uno specifico rimedio processuale per ogni azione amministrativa. Negli Stati Uniti, tuttavia, la tutela del privato nei confronti dei pubblici poteri è innanzitutto una tutela procedimentale, cui si aggiunge la tutela giurisdizionale approntata dalle corti ordinarie. Le Agencies da un lato sono chiamate a conformarsi alle direttive legislative del Congresso, secondo il modello tradizionale (c.d. *administrative law*), in cui è la legge che controlla l'azione amministrativa; dall'altro realizzano il modello di rappresentazione degli interessi (c.d. *interest representation model*<sup>77</sup>, che offre un approccio sostitutivo della partecipazione politica, attraverso la

---

<sup>77</sup>Cfr. STEWART, *The Reformation of American Administrative Law*, 88 *Harv. Law Rev.*, 1667, (1975); ID., *Madison's Nightmare*, in *Univ. Of Chicago Law Rev.*, 57, 1990, p. 335 ss.; ID., *Il diritto amministrativo nel XXI secolo*, in *Riv. Trim. dir. pubbl.*, 2004, p. 1 ss. Al riguardo si vedano altresì Cassese, *Richard B. Stewart e la scienza americana del diritto amministrativo*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2005, p. 617; SCOGNAMIGLIO, *Il diritto di difesa nel procedimento amministrativo*, Milano, 2004, p. 13; ZIAMOU, *Rulemaking, Participation and the Limits of Public Law in the USA and Europe*, Ashgate, 2002, p. 29 ss.; DUFFY, *Administrative common law in judicial review*, 77 *Texas Law Review*, p. 121 (1998). SCHULTZ BRESSMAN, *Beyond accountability: arbitrariness and legitimacy in the administrative state*, 78 *N.Y.U.L. Review*, p. 485 (2003) e precedentemente SHAPIRO, *Administrative discretion: the next stage*, 92 *Yale L. J.*, p. 1487, (1983), evidenziano il rischio che l'"*interest representation model*" possa risolversi in una commistione, nei procedimenti amministrativi dinnanzi alle *agencies*, degli interessi pubblici con «*self-interests deeply entangled with narrow private interests*» e nell'emersione di gruppi portatori d'interessi privati cd. forti in grado di condizionare l'esito del processo decisionale.



partecipazione ai processi decisionali di gruppi portatori di interessi pubblici non organizzati, ai quali vengano assicurati strumenti partecipativi endoprocedimentali e adeguati rimedi giurisdizionali tesi a verificare l'effettiva attenzione a tali interessi da parte delle autorità pubbliche nell'assunzione delle scelte finali di Governo<sup>78</sup>. L'obiettivo non è solo quello di garantire il corretto esercizio delle scelte discrezionali esercitate dagli amministratori, ma anche di attribuire agli amministrati una reale "partecipazione" all'azione amministrativa e alle scelte adottate attraverso le procedure decisionali poste in essere dalle Agencies<sup>79</sup>. L'*Administrative Procedure Act* del 1946, definisce le procedure che le Agencies possono seguire per l'adozione delle decisioni di carattere amministrativo e si individua i rimedi (inclusi quelli giurisdizionali) necessari al fine di verificare la legittimità di queste stesse scelte, al fine di garantire una buona *governance* e una piena ed effettiva realizzazione degli interessi della collettività<sup>80</sup>. Sia nei procedimenti di *rulemaking*, che in quelli di *adjudication*, l'APA garantisce la partecipazione attraverso la possibilità per i privati interessati di presentare memorie scritte, di addurre testimonianze, di richiedere *cross-examinations*. Manca una disciplina specifica delle c.d. *informal adjudications* che costituiscono la maggioranza dei procedimenti di adozione di *orders* individuali poste in essere dalle *agencies*, ma la *due process clause* costituisce un elemento imprescindibile

---

<sup>78</sup>Cfr. BREYER - STEWART, *Administrative Law and Regulatory Policy*, Little, Brown and Company, 1979, p. 1012.

<sup>79</sup>Cfr. STEWART, *The Reformation of American Administrative Law*, cit., 1667, «Such participation [...] will not only improve the quality of agency decisions and make them more responsive to the needs of the various participating interests, but is valuable in itself because it gives citizens a sense of involvement in the process of government and increases confidence in the fairness of government decisions».

<sup>80</sup>Tra gli altri, GELLHORN, *The Administrative Procedure Act: the Beginnings*, 72 *Va. Law. Rev.*, p. 231 (1986); MARCHETTI, *Pubblica amministrazione e Corti negli Stati Uniti. Il judicial review sulle amministrative agencies*, cit., p. 7 ss.; PIERCE, *Administrative Law Treatise*, New York-Gaithersburg, 2002, p. 8; ADAMS, *Il diritto amministrativo americano*, Bologna, 1957, p. 17; nonché AMAN, *Globalization, Democracy and the Need for a New Administrative Law*, 10 *Ind. J. Global Leg. Stud.*, 2003, p. 125; SCHULTZ BRESSMAN, *Beyond accountability: arbitrariness and legitimacy in the administrative state*, cit., p. 461; GRECO, *Temi e problemi dello Stato amministrativo*, in *Studi parlamentari e di politica costituzionale*, 1976, I.

del sistema americano che regola i rapporti tra cittadini e pubblici poteri<sup>81</sup>.

Un sistema in parte analogo a quello americano, almeno per quanto concerne l'organizzazione interna delle funzioni istruttoria e decisoria all'interno dell'autorità di riferimento, viene seguito in Gran Bretagna, dove la Financial Conduct Agency (FCA) svolge funzioni istruttorie distinte dal c.d. Regulatory Decision Committee, cui è demandata la funzione decisoria.

In Francia, a seguito del caso CEDU, 11 giugno 2009, n. 5242/04, *Dobus S.A. v c. Francia*, in luogo della *Commission bancaire* (COB), omologo della Consob, (art. L 612-4 dell'Ordonnance n. 2010-76 del 21 gennaio 2010) è stata istituita una nuova autorità di controllo sul sistema bancario (*l'Autorité de contrôle prudentiel*) composta di due organi con funzioni distinte (l'una istruttoria, l'altra decisoria).

La CEDU in quell'occasione aveva chiarito che ai fini dell'art. 6 CEDU, l'imparzialità dell'organo giudicante deve essere valutata sia sotto il profilo soggettivo, onde determinarsi la convinzione personale del giudice in quella determinata occasione, sia sotto il profilo oggettivo, al fine di assicurarsi che lo stesso offra sufficienti garanzie per escludere al riguardo ogni legittimo dubbio. Il cumulo di funzioni d'istruzione e di giudizio in capo allo stesso organo può essere compatibile con il rispetto dell'imparzialità garantita dall'art. 6 della Convenzione; il cumulo è, tuttavia, subordinato alla natura e alla portata dei compiti di chi agisce durante la fase d'istruzione e all'assenza di compimento di atti d'accusa da parte dello stesso. In particolare, circa la conformità all'art. 6 CEDU del procedimento di irrogazione di una sanzione da parte della *Commission bancaire*, i giudici di Strasburgo hanno ritenuto che la struttura organizzativa interna di quest'ultima, pur presentando una certa distinzione tra l'organo istruttorio-accusatorio (il *Secrétariat Général*) e l'organo decisorio competente ad adottare la sanzione (la *Commission*), non realizzasse una sufficiente separazione tra gli stessi: infatti, il *Secrétariat Général* (l'organo istruttorio) appariva in posizione servente rispetto alla *Commission* (l'organo decisorio) dalla quale riceveva istruzioni ed era

---

<sup>81</sup>Essa trova fondamento in due diversi punti della Costituzione americana (primo e quattordicesimo emendamento).

controllato<sup>82</sup>.

La vicenda francese è particolarmente significativa, in quanto il *Secrétariat Général* non era dotato di una posizione di minore separatezza rispetto a quella che connota i funzionari svolgenti compiti istruttori nei procedimenti sanzionatori delle diverse autorità italiane. Tutte le censure sollevate in quel caso potrebbero pertanto essere estese al modello italiano.

Il caso Dubus ha influenzato la giurisprudenza francese successiva, chiamata a pronunciarsi sul rispetto del citato principio di separazione rispetto ad altre autorità. Tra queste l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes, rispetto alla quale il *Conseil Constitutionnel* ha dichiarato l'incostituzionalità di diverse previsioni della relativa legge<sup>83</sup>, mentre rispetto all'Autorité de la concurrence, il *Conseil Constitutionnel* ha invece ritenuto costituzionalmente legittime le previsioni in tema di procedimento sanzionatorio<sup>84</sup>.

Con altre pronunce la Corte EDU aveva anticipato quanto ribadito in occasione del caso Grande Stevens per la Consob. Nella decisione 20 gennaio 2011, caso 30183/06, Vernes c. France, la Corte EDU aveva statuito che la procedura sanzionatoria della Commission des opérations de bourse (COB) francese, non era conforme all'art. 6 CEDU e al principio dell'equo processo poiché, all'epoca dei fatti, il regolamento interno della COB non prevedeva la possibilità per l'accusato di richiedere un'udienza pubblica. Nella decisione del 30 giugno 2011, caso 25041/07, Messier v. France, con riguardo alla stessa autorità, la Corte europea precisa che la fase procedimentale di irrogazione di una sanzione deve rivestire un "carattere contraddittorio" e assicurare la parità delle armi tra accusa e difesa. Non basta il pieno accesso ai documenti e al fascicolo dell'accusa, ma l'autorità inquirente, durante il procedimento sanzionatorio preordinato all'irrogazione di una sanzione, ha l'obbligo di comunicare (in modo automatico)

---

<sup>82</sup>Corte europea dei diritti dell'uomo, 11 giugno 2009, caso 5242/04, Dubus S.A.v. France, § 60

<sup>83</sup>Décision n. 2013-331 QPC del 5 luglio 2013

<sup>84</sup>Décision n. 2012-280 QPC del 12 ottobre 2012.

alla difesa e a chi subisce la procedura sanzionatoria, tutte le prove a carico e a discarico, sollecitando il contraddittorio della controparte in modo da consentirle di influire effettivamente sull'esito della decisione.

I casi citati evidenziano una presa di posizione chiara della Corte EDU sulla questione del riparto di funzioni istruttorie e decisorie in seno alle autorità e sembrano tracciare un chiaro modello di riferimento, cui dovrebbero auspicabilmente ispirarsi gli Stati Membri anche nella prospettiva di un ampliamento dei poteri e delle funzioni attribuite all'European Securities and Markets Authority (ESMA).

La Francia, Paese con ordinamento giuridico diverso rispetto ai paesi anglosassoni e con un'impostazione molto simile alla nostra si è prontamente attivata con l'obiettivo di adeguare il proprio modello alle indicazioni emerse dalla giurisprudenza e dal dibattito in dottrina. La decisione CEDU Grande Stevens ha posto chiaramente i riflettori sul modello italiano che va ben oltre il caso Consob ed è suscettibile di estendersi a contesti diversi. Una riforma è stata auspicata dalla stessa giurisprudenza nazionale, chiamata a fornire una risposta alle esigenze di tutela invocate dal mercato; una risposta che evidenzia lo sforzo apprezzabile di trovare una soluzione di compromesso dato l'attuale sistema e in comunque grado di stimolare un primo passo verso una riforma. E' ora necessario trovare il coraggio di andare avanti nel processo di riforma.

**Biancamaria Raganelli**

*Ricercatore confermato di diritto amministrativo  
nell'Università di Roma "Tor Vergata"*

**NUOVE STRATEGIE PER LA GESTIONE  
DELLE CRISI BANCARIE:  
IL BAIL-IN E LA SUA CONCRETA APPLICAZIONE\*.**

*(New strategies for the management of banking crises:  
the bail-in and its concrete application)*

**ABSTRACT:** *The well-known recent crisis events have highlighted the need to establish suitable devices at the regulatory level to prevent bank failures, as well as systemically contain the negative effects. To this aim, the European BRRD Directive (2014/59 / EU) was adopted, to prepare procedures for resolving failure of credit institutions in order to ensure uniformity of the rules among the EU member states. Among the techniques identified, a significant power is assigned to an authority ad hoc to write down or to convert in shares the liabilities of the bank in crisis (in a predetermined order), on condition that some requirements are satisfied. Therefore, we refer to bail-in, a device that allows to burden the recovery of banking on shareholders and creditors rather than on taxpayers.*

*Therefore, we intend to analyze the bail in, focusing on the possible effects that its application could have on investment decisions and, more generally, on banking. We want, then, to check the operating margin allowed to national legislators during this Directive transposition, so as to avoid the risk of discrepancies among regulations at local level. Finally, we intend to examine the exceptional conditions under which the European Directive allows the exclusion of the applicability of the bail-in on liabilities otherwise permitted.*

*Our research has the aim to demonstrate that European legislation can achieve the established targets, without determining imbalance on the treatment*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*of different categories of creditors of the bank.*

**SOMMARIO:** 1. Il quadro normativo di riferimento.... - 2. (*segue*): i margini di discrezionalità concessi alle legislazioni nazionali. - 3. Il ruolo e le funzioni dell'Autorità di risoluzione. - 4. L'impatto del *bail-in* sulle scelte di investimento. - 5. Considerazioni conclusive.

1. I noti recenti eventi di crisi hanno evidenziato la necessità di predisporre, a livello normativo, idonei congegni diretti a prevenire i fallimenti delle banche, nonché a contenerne le conseguenze negative sul piano sistemico. A tale scopo, il legislatore europeo ha adottato la direttiva BRRD (2014/59/UE); provvedimento che appresta procedure di risoluzione dei dissesti degli istituti creditizi al fine di assicurare uniformità di regole tra gli Stati appartenenti all'UE. Tra le tecniche individuate, è significativo il potere (assegnato ad un'Autorità *ad hoc*) di ricapitalizzare l'ente in crisi oppure di svalutare le azioni e i crediti o di convertire in azioni (secondo un ordine gerarchico) le passività dell'ente bancario in crisi, purché siano soddisfatte talune condizioni (art. 43 della direttiva 2014/59/UE). Ci si riferisce, dunque, al *bail-in*; dispositivo che permette di far gravare il peso della ripresa dell'attività bancaria sugli azionisti e sui creditori dell'istituto in difficoltà piuttosto che sui contribuenti.

Con l'obiettivo, dunque, di ridurre i fenomeni di *moral hazard* e di mantenere integre le finanze pubbliche, sono stati predisposti specifici modelli operativi diretti a reprimere gli impulsi degli intermediari ad assumere rischi elevati, arginando, per tale via, le possibili ripercussioni negative che simili comportamenti produrrebbero sul mercato. Pertanto, come espressamente chiarisce la relazione illustrativa ai decreti legislativi nn. 180 e 181 approvati lo scorso novembre 2015 dal Consiglio dei ministri, le nuove procedure di risoluzione delle crisi, si mostrano più efficaci rispetto agli ordinari procedimenti concorsuali «in termini di costi non solo per le finanze ma anche per azionisti e creditori»<sup>1</sup>. Più in generale, in presenza di una banca in dissesto, la direttiva BRRD prevede varie

---

<sup>1</sup>Consultabile sul sito internet della Camera dei deputati.

tecniche di intervento; tecniche ispirate, in un primo momento, ad assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente interessato (art. 31, 1° comma, lett. a) ed in alternativa, a predisporre l'attivazione delle misure applicabili in caso di insolvenza, allo scopo di prevenire il contagio sul piano sistemico.

E' il caso di precisare che la strumentazione in discorso può essere adottata dall'Autorità di risoluzione soltanto qualora siano soddisfatte talune condizioni indicate nell'art. 32 della direttiva 2014/59/UE. Si fa riferimento, dunque, alla sussistenza di uno stato (o di un rischio) di dissesto dell'ente interessato<sup>2</sup>; situazione che non può essere affrontata, in tempi ragionevoli, senza ricorrere ai meccanismi previsti. Completa il quadro dei presupposti richiesti dalla disciplina, la riferibilità ad un interesse pubblico che giustifichi l'adozione della specifica azione di risoluzione prescelta. In ogni caso, l'art. 34 della direttiva BRRD chiarisce che qualsiasi misura intrapresa debba essere coerente con taluni principi generali reputati inderogabili (significativo è il riferimento alla regola secondo cui gli azionisti debbano subire per primi le perdite, laddove i creditori ne sopportino le conseguenze soltanto successivamente, ferma restando la parità di trattamento tra gli appartenenti alla medesima categoria). A ciò si aggiunga che nessun creditore deve tollerare perdite maggiori rispetto a quelle che avrebbe sostenuto se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza. Inoltre, i depositi protetti saranno, in ogni caso, interamente salvaguardati, mentre l'organo di amministrazione e di alta dirigenza dell'ente soggetto a risoluzione dovrà essere sostituito (facendo salve talune eccezioni).

Trattasi, dunque, di inderogabili criteri cui devono essere ispirati tutti gli interventi di risoluzione delle crisi bancarie; parametri, dunque, idonei a delimitare i margini di legittimità delle misure poste in essere dalle apposite Autorità. Più nello specifico, la BRRD prevede l'applicazione, anche in

---

<sup>2</sup>Le condizioni per poter qualificare l'ente in condizioni di dissesto sono peraltro contenute al comma 4° dell'art. 32 della direttiva BRRD.

combinazione tra loro<sup>3</sup>, di quattro strumenti consistenti nella vendita dell'attività di impresa o delle azioni dell'ente, nella costituzione di un ente-ponte, nella separazione delle attività non in sofferenza da quelle deteriorate e, infine, nel cd. *bail-in*. Quest'ultimo, in particolare, attribuisce all'Autorità di risoluzione il potere di ricapitalizzare l'istituto di credito in difficoltà attraverso il coinvolgimento dei privati; operazione che può realizzare, inoltre, una riduzione (o cancellazione) di strumenti di debito ovvero una loro conversione in azioni. In tale contesto il regolatore ha previsto che gli azionisti e i creditori di ciascuno istituto in difficoltà saranno tenuti a sostenerne le perdite; per tale via evitando che queste ultime vengano *socializzate*, salvo i casi eccezionali indicati dalla normativa europea<sup>4</sup>.

Rilevante, sul punto, è l'indicazione di un ordine di priorità tra passività assoggettabili al *bail-in*; ordine fondato sulla logica della nuova regolazione in base alla quale chi ha investito in strumenti finanziari rischiosi debba, prima degli altri, subire le conseguenze del dissesto dell'istituto di credito. Pertanto, in prima battuta, - come è stato sottolineato in sede tecnica<sup>5</sup> - soggiacciono alla procedura in discorso gli «strumenti del patrimonio di vigilanza» della banca. Soltanto nell'eventualità della loro insufficienza, l'Autorità di risoluzione potrebbe applicare la misura in parola nei riguardi dei debiti subordinati non ricompresi nel capitale e, poi, nei confronti dei creditori *non garantiti*. E' importante osservare, tuttavia, che, assorbita la quota dell'8% delle passività totali<sup>6</sup>, possa soccorrere in aiuto, a

---

<sup>3</sup>Fermo restando che le autorità di risoluzione possono applicare lo strumento della separazione delle attività solo abbinandolo a un altro strumento di risoluzione

<sup>4</sup>Cfr., al riguardo, gli artt. 37 della direttiva BRRD, nonché 18, comma 4° lett d), e 27, comma 9°, del regolamento SRM (Regolamento UE n. 806 del 2014). Cfr. CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'Ue dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, p. 106, secondo i quali il regolatore europeo ha «preferito limitare gli effetti di una probabile *mala gestio* a coloro i quali (*in primis*) avrebbero dovuto identificare (*rectius*: minimizzare) le eventuali distorsioni operative che, per solito, precedono il manifestarsi della crisi dell'intermediario».

<sup>5</sup>Cfr. SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, audizione del 27 ottobre 2015, presso il SENATO DELLA REPUBBLICA VI Commissione (Finanze e Tesoro), consultabile sul sito internet dell'ABI, p. 5 s.

<sup>6</sup>La misura dell'8% è assunta come coerente con il livello di perdite sperimentate dalle banche in crisi post 2007. Al riguardo, cfr. FORESTIERI, *L'unione bancaria europea e l'impatto sulle banche*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2014, p. 496 ss.



certe condizioni, per un ulteriore ammontare pari al 5% delle medesime, il fondo unico di risoluzione ai sensi dell'art. 76 del Regolamento n. 806 del 2014 (SRM)<sup>7</sup>. Va, infine, evidenziato che i depositi delle persone fisiche e delle PMI superiori ad euro 100.000, come anche il fondo di garanzia dei depositi, verranno aggrediti soltanto in ultima istanza.

Di contro, la direttiva BRRD esclude talune passività dall'assoggettamento alla procedura in parola; ciò per il rischio di contagio sistemico che il loro utilizzo potrebbe produrre. Ci si riferisce alle passività derivanti dalla partecipazione a sistemi di pagamento (con una durata residua inferiore a sette giorni), ovvero a quelle verso altri istituti di credito (con una scadenza originaria inferiore a sette giorni)<sup>8</sup>. A tale logica sembra ispirato, inoltre, l'esonero, dall'applicazione dello strumento in parola, delle passività garantite (inclusi i *covered bonds*). Inoltre, sono esclusi i debiti commerciali o quelli verso i dipendenti; ciò al fine di favorire la continuità delle funzioni essenziali dell'istituto in difficoltà; analoga sorte è prevista per i depositi protetti ovvero per quelli aventi ammontare inferiore ad euro 100.000 (riconducibili alla sfera di intervento del sistema di garanzia dei depositi).

La disciplina europea prevede, poi, il possibile ricorso ad ulteriori meccanismi di intervento; si ha riguardo, in particolare, alla disposizione di cui all'art. 27, par. 9, del Regolamento SRM, secondo la quale, in casi straordinari, «ulteriori finanziamenti possono essere reperiti grazie a fonti di finanziamento alternative»; tali finanziamenti, peraltro, possono essere erogati, solo dopo che: a) il limite del 5% del fondo di risoluzione sia stato raggiunto; b) tutte le passività non garantite e non privilegiate (diverse dai depositi ammissibili) siano state svalutate

---

<sup>7</sup>Va chiarito che il Comitato unico di risoluzione può utilizzare il Fondo solo nella misura necessaria ad assicurare l'efficace applicazione degli strumenti di risoluzione e, dunque, non per assorbire direttamente le perdite. In ogni caso, alla luce della Comunicazione della Commissione europea del 30 luglio 2013, visionabile sul sito della Commissione europea, «prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno (...) garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo».

<sup>8</sup>Cfr. il *considerando* n. 70 e l'art. 44 della direttiva BRRD.

o interamente convertite. Inoltre, l'Autorità di risoluzione può escludere, dalla procedura in discorso, talune passività (integralmente o parzialmente) altrimenti assoggettabili; eventualità quest'ultima giustificata dalla difficoltà di intervenire in tempi ragionevoli oppure dalla necessità di consentire la continuità delle funzioni essenziali o, ancora, dal rischio fondato di un ampio contagio.

Si è in presenza, dunque, di un composito sistema interventistico basato su criteri innovativi<sup>9</sup>; da qui la necessità di verificare se l'impianto disciplinare così delineato possa influenzare, sia pure di riflesso, le decisioni degli investitori. Detta analisi implica la verifica di eventuali margini di discrezionalità riconosciuti dalla normativa ai regolatori nazionali in sede di recepimento della direttiva 2014/59/UE; verifica volta ad accertare la sussistenza del rischio di difformità tra le normative a livello domestico (in spregio all'obiettivo di armonizzazione avuto di mira in sede europea), cui può conseguire una maggiore o minore convenienza ad investire in determinati titoli, a seconda delle regole di *bail-in* cui è sottoposto l'ente emittente.

2. Passando ad un puntuale esame della normativa che ci occupa, va subito detto che l'art. 1, comma 2°, della direttiva BRRD offre espressamente la possibilità agli Stati membri di effettuare modifiche in sede di recepimento. Più precisamente, è consentito ai legislatori nazionali di «adottare o mantenere disposizioni più rigorose» o aggiungerne delle altre rispetto a quelle individuate dal provvedimento europeo; ciò, purché le integrazioni siano di «applicabilità generale» e non si pongano in contrasto con le disposizioni contenute nella direttiva in discorso. Conseguono il riconoscimento, agli Stati, di autonomi ambiti operativi, benché circoscritti, fermo restando, naturalmente, il rispetto dei principi contemplati dalla direttiva. Al riguardo, dunque, ci si deve domandare in che

---

<sup>9</sup>Sottolinea SCIARRONE ALIBRANDI, *Prodotti "misti" e norme a tutela del cliente*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa*, Torino, 2014, p. 2420, che in un quadro normativo nel quale le passività bancarie diverse dai depositi protetti presenteranno «gradi di rischio del tutto sconosciuti in passato», le Autorità europee richiedono «un rafforzamento di tutela "per i creditori bancari" ritenendo l'informativa attuale (specie in punto di rendimenti attesi) del tutto inadeguata».

misura, sia stato possibile intervenire, a livello nazionale, sull'ordine di priorità dei soggetti che, a vario titolo, saranno coinvolti nel salvataggio delle banche. Dati, infatti, per assodati i criteri di massima stabiliti, sul punto, dalla normativa europea, sembrano essere permesse manovre integrative sull'assetto dei creditori così delineato.

In linea con tale criterio ordinatorio, è mosso il legislatore tedesco<sup>10</sup> e quello spagnolo<sup>11</sup> che hanno considerato di abbassare, con approcci diversi, la soglia di protezione di taluni titoli *senior unsecured* con priorità rispetto alle altre passività non garantite. Alla stessa stregua, i decreti legislativi n. 180 e 181, approvati dal Governo italiano e pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale n. 267 del 16 novembre 2015, contemplano la cd. *depositor preference* estesa, tecnica che consente di allargare a tutti i depositi il trattamento riservato a quelli *non garantiti* di persone fisiche e PMI (interbancari e quelli delle grandi imprese). Tale modifica nasce dall'esigenza di non creare discriminazioni tra creditori, sì da scongiurare eventuali possibili contenziosi in sede di applicazione del procedimento di salvataggio; circostanza quest'ultima tenuta ben presente dalla Banca centrale europea nel parere espresso il 16 ottobre 2015 sui due decreti legislativi in parola. In tale occasione, la BCE ha ritenuto che «l'assegnazione di un rango più elevato a tutti i depositi» dovrebbe minimizzare «il rischio di pretese di indennizzo basate sul principio per cui nessun creditore può subire perdite maggiori di quelle che

---

<sup>10</sup>Cfr., *Germany plans to subordinate senior unsecured bonds in bank insolvency*, newsletter, marzo 2015, consultabile sul sito [www.cliffordchance.com/](http://www.cliffordchance.com/); *New law on the implementation of the Single Resolution Mechanism in Germany passed*, consultabile su sito [www.cliffordchance.com/](http://www.cliffordchance.com/). Al riguardo, di recente, cfr. LAVIOLA - LOIACONO - SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie*, in *Bancaria*, 9, 2015, p. 50. Cfr., altresì, di recente il report della società Moody's dal titolo *European Banks: Delay and Fragmentation in BRRD Implementation is Credit Negative*.

<sup>11</sup>Cfr., al riguardo, l'art. 48 della Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión. In argomento si rinvia a PARDO, SANTILLANA - MARTIN, *BRRD transposition in Spain: a milestone in implementing an effective resolution regime*, del 19 giugno 2015, consultabile sul sito [www.bbvaesearch.com](http://www.bbvaesearch.com) e all'editoriale *Reuters* del 25 novembre 2015, *Fitch: Better Fundamentals Drive Spanish Banks' Positive Outlook*, consultabile sul sito <http://www.reuters.com/>.

avrebbe subito secondo una normale procedura di insolvenza»<sup>12</sup>. D'altro canto, lo stesso Eurogruppo, nel recente passato, aveva già manifestato la volontà di evitare che i depositi, nel corso della procedura di *bail-in*, fossero sottoposti al medesimo regime delle obbligazioni non garantite<sup>13</sup>. Tuttavia, al fine di tutelare la posizione degli obbligazionisti in possesso di titoli emessi prima dell'entrata in vigore dei decreti legislativi in parola<sup>14</sup>, è previsto un periodo transitorio (fino al 1° gennaio 2019) nel quale la *depositor preference* estesa non sarà operativa.

Detta diversità di orientamento normativo tra la regolatori, apre la possibilità al dubbio che la disciplina comunitaria, pur lasciando margini di intervento ai legislatori nazionali, esponga i variegati sistemi disciplinari al rischio di sostanziali divergenze tra loro. Pericolo questo che, se non affrontato adeguatamente in sede di revisione della direttiva BRRD (prevista per il prossimo 2016), potrebbe ostacolare il raggiungimento dell'obiettivo, avuto di mira dal legislatore europeo, di un'effettiva armonizzazione delle procedure di risoluzione degli enti creditizi a livello dell'Unione (obiettivo menzionato espressamente nel *considerando* 4 della direttiva 2014/59/UE). Rileva, ad esempio, la difficoltà nella quale potrebbe incorrere il Comitato di risoluzione unico (SRB) nell'ipotesi di *bail-in* applicato per affrontare la crisi di un gruppo transfrontaliero; donde il rischio di dover trattare i creditori della banca in crisi diversamente e in ragione della

---

<sup>12</sup>Ci si riferisce al parere della BCE del 16 ottobre 2015 relativo al risanamento e alla risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CON/2015/35); parere consultabile sul sito internet della Banca centrale europea.

<sup>13</sup>Cfr. Eurogroup statement on the ESM programme for Greece, del 14/08/2015, *Following the results of the Asset Quality Review and Stress Tests before the end of the year, the bail in instrument will apply for senior debt bondholders whereas bail in of depositors is excluded*, consultabile sul sito internet <http://www.consilium.europa.eu/>.

<sup>14</sup>Cfr., al riguardo, SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, audizione del 27 ottobre 2015, presso il SENATO DELLA REPUBBLICA VI Commissione (Finanze e Tesoro), consultabile sul sito internet dell'ABI, il quale (p. 8) ritiene che la previsione di un periodo transitorio permette, altresì, «la ricomposizione della struttura del passivo (in particolare raccolta a medio lungo termine) evitando impatti negativi di breve termine che potrebbero causare riflessi nel costo della raccolta con i conseguenti effetti sulla offerta di credito all'economia reale».

nazionalità<sup>15</sup>. Per evitare tali inconvenienti, pertanto, si auspica che il legislatore europeo intervenga prontamente con una compiuta rivisitazione della materia.

3. Sotto altro aspetto, la direttiva comunitaria stabilisce che ciascuno Stato membro debba designare l'autorità deputata ad esercitare i poteri di risoluzione; in particolare, qualora detto ruolo venga assegnato alle medesime entità chiamate a svolgere, altresì, compiti di vigilanza, il legislatore comunitario demanda, alle singole legislazioni nazionali, la fissazione di criteri di indipendenza operativa idonei ad evitare la commistione tra la funzione di supervisione e quella di risoluzione (art. 3 della direttiva 2014/59/UE). A nostro avviso, tali criteri devono essere *oggettivi* e, pertanto, la loro individuazione sarebbe dovuta avvenire in sede legislativa e non, dunque, demandata alle medesime autorità cui sono assegnati i poteri di risoluzione. Tuttavia, si riscontra un differente approccio dei legislatori europei nella definizione di tale problematica. Significativa è la diversità di orientamenti riscontrabili in Francia ed in Italia; ciò in quanto mentre la prima ha proceduto, con specifico provvedimento legislativo<sup>16</sup> alla costituzione di un collegio di risoluzione all'interno dell'Autorità di vigilanza stessa, la seconda ha incaricato la Banca centrale nazionale (autorità designata a svolgere anche compiti di vigilanza) ad adottare adeguate misure organizzative per assicurare la congrua procedura di risoluzione<sup>17</sup>.

A ben considerare, tuttavia, si tratta di parametri che sarebbero definiti meglio a livello europeo corrispondentemente alla logica di armonizzazione cui è ispirata la disciplina in materia; il delicato ruolo ascrivito all'Autorità di risoluzione impone, infatti, che quest'ultima svolga con imparzialità ed indipendenza le

---

<sup>15</sup>Cfr., al riguardo, SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, cit., p. 7, che sostiene debba essere determinato il *pecking order* in modo univoco in tutti gli Stati membri.

<sup>16</sup>Cfr. LOI n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires.

<sup>17</sup>Rileva, al riguardo, la recente istituzione, al proprio interno, da parte della Banca d'Italia dell'Unità di risoluzione e gestione delle crisi mediante la deliberazione del Consiglio Superiore della Banca d'Italia del 23 luglio 2015.

funzioni riconosciute. Depone, in tal senso, il particolare regime di «valutazione» dell'avvio della procedura in parola; procedura che richiede, per l'appunto, l'apprezzamento di una persona indipendente incaricato dall'Autorità sopraindicata. E' bene precisare che, in condizioni di urgenza, detta istituzione potrà effettuare una stima provvisoria della sussistenza di condizioni che giustificano l'*incipit* della procedura, ferma restando la necessità di acquisire, non appena possibile, il parere dell'esperto (art. 36 della direttiva 2014/59/UE). E' di tutta evidenza come il regolatore abbia sottolineato l'importanza di assicurare nella fase di attivazione dei meccanismi di salvataggio, il rispetto di una posizione di indipendenza ed imparzialità da parte dei soggetti investiti dell'importante compito di giudicare l'opportunità o meno di attivare la procedura in discorso. Non è un caso, infatti, che il legislatore spagnolo<sup>18</sup> abbia preferito assegnare la nomina dell'esperto al FROB (*Fondo de reestructuración ordenada bancaria*) e non già alla Banca di Spagna.

A ciò si aggiunga che la direttiva BRRD consente all'Autorità di risoluzione di escludere, integralmente o parzialmente, in fase di applicazione del *bail-in*, talune passività altrimenti assoggettabili alla procedura in parola. Al riguardo, si fa presente che la regolazione europea riconosce ampi margini di valutazione all'Autorità di risoluzione nazionale la quale è tenuta ad accertare che, sul piano delle concretezze, non sussistano «tempi ragionevoli» per "coinvolgere" talune passività; inoltre, la medesima Autorità potrà escludere dalla tecnica di salvataggio, depositi (altrimenti ammissibili) detenuti da persone fisiche e da micro, piccole e medie imprese se viene ravvisata la presenza di un rischio, derivante dal loro utilizzo, di perturbazione grave al funzionamento dei mercati finanziari.

Da qui la configurabilità di un impianto disciplinare che, per le considerazioni esposte, appare orientato ad attribuire un significativo potere

---

<sup>18</sup>Cfr., art. 5 della Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

discrezionale all'Autorità di risoluzione; donde, la fondata preoccupazione di assicurare che stime di tal genere avvengano nel rispetto pieno dei principi di indipendenza dell'ente deputato ad effettuare dette verifiche. Inoltre, sarebbe opportuno che l'estromissione di talune passività dalla procedura di *bail-in*, fossero tracciate con contorni più precisi, sì da meglio individuare i presupposti in presenza dei quali è possibile escludere, ad esempio, i depositi altrimenti ammissibili. Diversamente v'è il rischio di vanificare la portata della disciplina in parola, facendo arbitrariamente ricorso alle possibilità di esclusioni di talune passività diversamente ammesse<sup>19</sup>.

L'applicazione di esoneri dal *bail-in* dovrebbe avvenire in presenza di un serio e fondato pericolo di contagio, foriero di instabilità sistemica. Al riguardo, appare significativo l'orientamento della dottrina straniera<sup>20</sup> che con riferimento all'esistenza di condizioni di instabilità, sottolinea i vantaggi, in termini di costi, connessi al possibile ricorso al *bail out* piuttosto che al *bail-in*; con ciò determinando giustificate perplessità in ordine ad un generalizzato ricorso allo strumento in parola. Tuttavia, va evidenziato che, nella sua attuale configurazione, la disciplina sulla risoluzione delle crisi bancarie, non esclude affatto il possibile intervento pubblico in *subiecta materia*. Decisive, al riguardo, sono le disposizioni di cui agli artt. 37 della direttiva BRRD, nonché 18, comma 4° lett d), e 27, comma 9°, del regolamento SRM (Regolamento UE n. 806 del 2014). In particolare, l'art. 37, comma 10°, della direttiva 2014/59/UE, prevede che, in presenza di situazioni eccezionali di crisi sistemica, l'autorità di risoluzione possa tentare di reperire

---

<sup>19</sup>Al riguardo, cfr. AVGOULEAS - GOODHART, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, in *International macroeconomics*, 2014, p. 17, secondo i quali «triggering the bail-in process is likely to generate a capital flight and a sharp rise in funding costs whenever the need for large-scale recapitalisations becomes apparent. Creditors who sense in advance the possibility of a bail-in, or creditors of institutions that are similar in terms of nationality or business models will have a strong incentive to withdraw deposits, sell debt, or hedge their positions through the short-selling of equity or the purchase of credit protection at an ever higher premium disrupting the relevant markets».

<sup>20</sup>Cfr., sul punto, LAVIOLA - LOIACONO - SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie*, cit., p. 52 s., cui si rinvia anche per i riferimenti bibliografici.

finanziamenti da fonti alternative ricorrendo agli strumenti pubblici; ciò a condizione che «gli azionisti e i detentori di altri titoli di proprietà, i detentori degli strumenti di capitale pertinenti ed altre passività ammissibili dell'ente soggetto a risoluzione» abbiano contribuito a ripianare le perdite per un ammontare non inferiore all'8% delle passività totali.

4. Le analisi empiriche dimostrano che le banche italiane, mediamente, raggiungono la soglia dell'8% facendo ricorso al capitale (Cet 1, At 1 e Tier 2) e ai debiti subordinati, laddove, invece, negli altri gruppi bancari europei detta soglia viene conseguita avendo riguardo anche alle passività non garantite<sup>21</sup>. Si tenga, altresì, presente che, la disciplina comunitaria impone agli istituti di credito di detenere un ammontare minimo di passività assoggettabili al *Bail-in* (Mrel); ammontare nel quale non vanno computati i depositi che godono della «preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza»<sup>22</sup>. Sulla base di tali indicazioni, a nostro avviso, l'eventualità che la procedura in parola possa coinvolgere i depositi superiori ai 100.000,00 euro dovrebbe essere remota benché astrattamente possibile. I vincoli stringenti imposti dal legislatore sovranazionale, unitamente ai dati che confermano il buono stato della stragrande maggioranza degli istituti di credito nostrani, consentono di escludere che, in Italia, si possa addivenire ad un diverso orientamento. Se ne deduce che la linea comportamentale di detenere presso più banche conti corrente di ammontare

---

<sup>21</sup>Cfr. LAVIOLA - LOIACONO - SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie*, cit., p. 55 ss. Dati confermati dai vertici della Banca d'Italia secondo la quale i principali 15 gruppi bancari italiani raggiungono la soglia dell'8 per cento del passivo facendo ricorso unicamente agli strumenti di capitale, senza perdite nemmeno per i detentori di obbligazioni senior; laddove in nessun caso verrebbero compromessi i depositi superiori ai 100.000,00 euro. In tal senso, cfr. PANETTA, *Seminario istituzionale sulle tematiche concernenti gli schemi di decreto legislativo relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE*, Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia presso la Camera dei Deputati in data 20 ottobre 2015, p. 7, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia.

<sup>22</sup>Cfr. l'art. 12, par. 16, del Regolamento UE n. 806 del 2014. Come è specificato nella Relazione illustrativa ai decreti legislativi attuativi della direttiva 2014/59/UE, è verosimile che l'autorità di risoluzione si orienti verso valori e composizione che consentano di garantire il soddisfacimento del requisito minimo di condivisione degli oneri con azionisti e creditori, pari all'8% del totale passivo, senza rischiare di dover applicare il *bail-in* almeno ai depositanti non protetti.



inferiore alla soglia *bail-inizzabile*, rappresenta una possibilità che, oltre ad essere, poco conveniente (in termini di costi), appare, dunque, ingiustificata. Nonostante il conforto dei predetti dati, non deve escludersi, invece, l'eventualità che i risparmiatori, in prospettiva, *sentendosi* maggiormente protetti, preferiscano far confluire i propri risparmi in istituti creditizi di ampie dimensioni<sup>23</sup>, penalizzando, per tale via, quelli piccoli.

Si è in presenza, dunque, di una disciplina che addossa ai clienti il peso della valutazione sulla solidità della banca nella quale riporre i propri risparmi<sup>24</sup>. A ciò si aggiunga, l'aumento del rischio connesso all'acquisto di strumenti finanziari che potrebbero essere suscettibili di assoggettabilità al *bail-in* cui consegue, tuttavia, il correlativo incremento del rendimento (al riguardo, rileva il prevedibile maggiore profitto derivante dalle obbligazioni subordinate rispetto a quelle *senior* emesse, ad esempio, da istituti in difficoltà). Conseguenza di tale realtà normativa, deve ritenersi la corretta applicazione della disciplina Mifid, sì da assicurare, sul piano delle concretezze, il rispetto degli «obblighi di trasparenza e correttezza stabiliti per l'emissione, il collocamento, la negoziazione degli strumenti più rischiosi presso la clientela al dettaglio»<sup>25</sup>.

E' evidente, dunque, l'interrelazione della regolazione in esame con la disciplina preposta alle corrette scelte di investimento della clientela bancaria<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup>E' appena il caso, poi, di ricordare che il *Financial Stability Board* ha pubblicato un documento di consultazione che prescrive un requisito di passività minimo (Tlac) che dovrebbero detenere le banche sistemiche per far fronte alle perdite.

<sup>24</sup>Cfr., CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013, p. 109 ss.

<sup>25</sup>In questi termini, si esprime PANETTA, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea in riferimento all'esame degli Atti del Governo n. 208 e n. 209 relativi al risanamento e risoluzione degli enti creditizi e imprese di investimento*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia presso il Senato della Repubblica in data 29 ottobre 2015, p. 11, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia.

<sup>26</sup> E' di tutta evidenza, infatti, che una scelta di investimento consapevole non possa prescindere dalla conoscenza dei rischi connessi all'acquisto di strumenti finanziari potenzialmente suscettibili di poter essere assoggettati a procedura di risoluzione secondo le regole di *bail-in*. Sugli obblighi di correttezza e di trasparenza delle condotte degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, si rinvia, per tutti, a PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale*

5. Sono stati analizzati i margini di discrezionalità che la normativa europea riconosce ai legislatori nazionali in sede di recepimento della direttiva BRRD, sì da constatare la sussistenza o meno di un rischio di difformità tra le normative dei differenti Stati membri. Si sono presi in considerazione gli spazi di autonomia decisionale assegnati ai paesi dell'UE in ordine all'individuazione dei criteri mediante i quali assicurare la mancanza di situazioni conflittuali nell'operatività dell'Autorità di risoluzione nell'ipotesi in cui essa coincida con quella deposta a svolgere i compiti di controllo. Sul punto, è apparso congruente con l'obiettivo perseguito dalla normativa che la predeterminazione dei parametri avvenga a livello legislativo (preferibilmente europeo) e non sia delegata, dunque, al medesimo ente di supervisione.

Criticità, poi, sono state ravvisate nella possibile introduzione, in sede di recepimento della direttiva in parola, di disposizioni che modificano, seppure entro certi limiti, l'ordine di priorità in ragione del quale i privati vengono chiamati a rispondere del dissesto della banca. Eventualità quest'ultima che rischia di creare modelli disciplinari diversi, in spregio alle finalità di armonizzazione che la disciplina comunitaria stessa si è prefissa. Ne consegue, dunque, la necessità di migliore coordinamento tra le normative nazionali in materia, sì da evitare di vanificare gli scopi che la direttiva ha inteso perseguire e di impedire, al contempo, il fenomeno di frammentazione del mercato all'interno dell'Unione<sup>27</sup>. Va da sé che il rischio connesso all'adozione di normative locali differenti, esponga la disciplina a critiche soprattutto con riguardo alla legittimità delle soluzioni adottate. Significativa, al riguardo, è la recente sentenza della Consulta austriaca del 3 luglio 2015 che ha dichiarato incostituzionale la legge nazionale sul *bail-in* perché, con riguardo alle obbligazioni subordinate, essa fissava una data dopo la

---

*di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015, p. 547 ss. Al riguardo, cfr. la recente Comunicazione n. 0090430 del 24-11-2015 della Consob consultabile sul sito ufficiale dell'Autorità.

<sup>27</sup>In tale prospettiva, cfr. le recenti *Regulatory Technical Standards (RTS)* in materia pubblicate dall'EBA il 17 dicembre 2015.

quale il trattamento delle stesse sarebbe stato diverso<sup>28</sup>; in tal modo configurandosi un'evidente disparità all'interno della medesima categoria di creditori.

Per concludere, non può tacersi che la complessità delle regole fissate nella direttiva 2014/59/UE, potrebbero rendere, almeno nella fase di prima applicazione, particolarmente difficile il perseguimento degli obiettivi indicati dal regolatore europeo. La direttiva BRRD risente, infatti, del clima di incertezze e di precarietà disciplinare tipico di ogni forma di legislazione d'emergenza, quale possiamo considerare tutto il complesso dispositivo originato dalla nota crisi finanziaria degli anni 2007 e seguenti. Si è tentato di evidenziare, in questa sede, alcune incoerenze sistemiche ed incongruità previsionali che contraddistinguono l'Srm e le procedure che danno a questo contenuto. Da qui, l'esigenza - credo condivisa da tutti coloro che auspicano una piena e compiuta armonizzazione normativa in ambito europeo - di vedere presto attivata la rivisitazione della direttiva più volte menzionata, al fine di poter fruire, quanto prima, di disposizioni di legge meno complesse e, dunque, meno soggette all'esigenza di un'interpretazione chiarificatrice.

**Diego Rossano**

*Ricercatore confermato di diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Napoli "Parthenope"*

---

<sup>28</sup>Cfr. Corte Costituzionale austriaca del 3 luglio 2015 (G239/2015), consultabile sul sito internet <https://www.ris.bka.gv.at>. Al riguardo, cfr. DI BRINA, *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, 11 dicembre 2015, consultabile sul sito [www.firstonline.info/](http://www.firstonline.info/).

## PREVENIRE L'INSOLVENZA. DAL SALVATAGGIO PUBBLICO ALLA RISOLUZIONE BANCARIA: RAPPORTI CON I PRINCIPI DELLA CONCORSUALITÀ E PRIME ESPERIENZE APPLICATIVE\*.

*(Preventing insolvency. From bank bail-outs  
to resolution: relationships with national insolvency  
law principles and recent cases of resolution in practice)*

**ABSTRACT:** *The BRRD sets out a number of “tools” aimed at managing the crisis of credit institutions and investment firms. These tools do not replace the national insolvency procedures, but are rather deemed to apply along with national insolvency regulations. The directive introduces a new supervisory priority for the Bank of Italy. This latter, acting as resolution authority, is given a new task: to prevent banks’ insolvency. This paper moves from a general introduction of the new rules, then takes into account the compatibility of national insolvency principles and, in the final paragraph, describes the resolution actions taken by the Bank of Italy in November 2015.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Il concetto di risanamento. - 3. Il concetto di risoluzione. Il provvedimento di risoluzione. - 4. Il concetto di dissesto è diverso (e più ampio) di quello di insolvenza. - 5. Gli strumenti della risoluzione. - 6. Strumenti autoritativi e strumenti “contrattuali”. - 7. Concorso tra strumenti di risoluzione e regole della concorsualità: la risoluzione previene davvero l’insolvenza o si limita a circoscriverla? - 8. Trattamento non peggiore e par condicio creditorum. - 9. Risoluzione, diritti dei soci, diritti dei creditori e “diritto societario della crisi”. 10. Risoluzione e principio di territorialità della legge. - 11. La risoluzione “in pratica”: il primo caso italiano.

1. In poco più di tre anni il legislatore europeo ha introdotto importanti modifiche all’assetto regolamentare delle banche e delle imprese di investimento.

---

\* Contributo approvato dai revisori.

Per quanto qui di interesse, la direttiva BRR è stata attuata con due recentissimi decreti legislativi pubblicati lo scorso 16 novembre 2015:

- il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180 che, in attuazione della direttiva, istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento; e

- il d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, che reca alcune modifiche e integrazioni al t.u.b. e al t.u.f.

Un'ultima appendice di disposizioni interne è recata dal d.l. 22 novembre 2015, n. 183, con cui il Governo ha dettato disposizioni specifiche per i primi casi di risoluzione bancaria post recepimento della BRRD<sup>1</sup> e, in particolare, per disciplinare l'intervento del neo istituito «fondo nazionale di risoluzione» costituito ad hoc dalla Banca d'Italia<sup>2</sup>.

Le disposizioni appena richiamate introducono «strumenti» per «gestire gli enti creditizi e le imprese di investimento in crisi o in dissesto».

È bene avvertire che si tratta di misure che non sostituiscono la disciplina concorsuale nazionale, ma che ad essa si aggiungono<sup>3</sup>.

2. Il nome della direttiva evoca concetti – risanamento e risoluzione – che sono, in tutto o in parte, estranei tanto al nostro ordinamento bancario quanto a quello generale dell'impresa.

Potrebbe fare eccezione il concetto di risanamento, usato dal nostro legislatore nel piano previsto dall'art. 67, co. 3, lett. d), l.f.. A dispetto del nome, tuttavia, i piani di risanamento della BRRD (recovery plan) sono documenti che le

---

<sup>1</sup>Le risoluzioni di Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A., Banca delle Marche S.p.A., Banca popolare dell'Etruria e del Lazio – Società cooperativa e Cassa di risparmio di Chieti S.p.A..

<sup>2</sup>Provvedimento n. 1226609/15 del 18 novembre 2015 della Banca d'Italia con il quale è stato istituito presso il medesimo Istituto un fondo di risoluzione ai sensi dell'articolo 78 del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180.

<sup>3</sup>Cfr. STANGHELLINI, *Cos'è il "bail-in" per gestire le crisi bancarie?*, in *lavoce.info*, 23.1.15; CAPIZZI - CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, in *Atti del convegno orizzonti del Diritto commerciale*, 2014, p. 3; GARDELLA, *Il Bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2015, 5, p. 587 e ss.

banche devono redigere a prescindere dalla crisi di impresa e quindi ex ante, nel corso ordinario dell'attività (cfr. art. 69-ter e ss. t.u.b. introdotti dal d.lgs. 181/2015 insieme alle misure di intervento precoce in un capo nuovo che, significativamente, precede quelli dedicati all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa).

Essi devono contenere misure preparatorie per prevenire e per risolvere le crisi meno profonde e reversibili, con la conseguenza che non hanno molto a che vedere con il «piano di risanamento» previsto dalla legge fallimentare italiana, per l'ovvia ragione che si tratta di istituto che opera ex post, dopo che la crisi si è manifestata.

Invero il termine risanamento aveva avuto ingresso nel nostro ordinamento bancario già con la legge comunitaria per il 2002 (l. 3 febbraio 2003, n. 14). In tale sede aveva avuto inizio il recepimento delle direttive in materia di «risanamento e liquidazione» degli enti creditizi<sup>4</sup>. La trasposizione fu poi completata con il d.lgs. 9 luglio 2004, n. 197, che si prefiggeva l'obiettivo di armonizzazione, decisamente minima, di dare "universalità" alle procedure concorsuali bancarie, ma di fatto si limitava a prevedere l'estensione del principio di mutuo riconoscimento dei provvedimenti di liquidazione adottati nello Stato d'origine della banca. In quell'occasione furono introdotte nel t.u.b. alcune disposizioni per conferire efficacia extraterritoriale ai provvedimenti di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa adottati nei confronti di banche italiane operanti anche in altro Stato dell'Unione.

---

<sup>4</sup>In particolare con la direttiva 24/2001/CE. Il legislatore europeo è sempre stato restio a intervenire in materia di procedure concorsuali disciplinate, allo stato, dal solo Regolamento (EC) n. 1346/2000. Quanto alle banche, prima della BRRD, alcune scarse previsioni erano contenute nelle direttive 2001/24/EC e 2001/17/EC relative alla riorganizzazione e alla liquidazione di enti creditizi e assicurativi, che sostanzialmente non prevedevano nulla di diverso dalla competenza esclusiva dello Stato membro d'origine in caso di fallimento di banche e assicurazioni. Sul punto, LENER - RULLI, *The Reforms of the European Financial Markets Supervision. The Difficult Coordination Between EU and Member States*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2013, Vol. 2, Part 1, 99. Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Financial crisis and sovereign debt: the European Union between risks and opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2012, Vol. 1 e anche WESSELS, 2006, *Commentary on Directive 2001/24/EC on the Reorganization and Winding-up of Credit Institutions*, in Gabriel Moss and Bob Wessels (eds), *EU Banking and Insurance Insolvency*, OUP, p. 67-96.

L'art. 95-bis t.u.b., allora rubricato «riconoscimento delle procedure di risanamento e liquidazione», infatti, stabiliva che i provvedimenti e le procedure di risanamento di banche di altri Stati membri «producono i loro effetti, senza ulteriori formalità, nell'ordinamento italiano». Sicché l'ordinamento italiano è chiamato già dal 2004 a riconoscere il risanamento della banca di altro Stato membro, ma il concetto – sino al d.lgs. 181/2015 - restava pur sempre alieno perché in Italia le procedure conosciute erano (pur producendo effetti all'estero) solo l'amministrazione straordinaria, la gestione provvisoria e la liquidazione coatta amministrativa. Al richiamato art. 95-bis sono state da ultimo apportate delle modifiche per estendere la sua portata al riconoscimento anche dei provvedimenti di risanamento, oltre che delle procedure di liquidazione.

C'è da chiedersi se il concetto di risanamento da ultimo formalizzato nel t.u.b. e nel d.lgs. 180/2015 sia nuovo o se possa essere ricostruito a partire dalle categorie già presenti nel nostro ordinamento concorsuale.

La risposta mi sembra negativa.

Quanto ai piani di risanamento di cui all'art. 67, co. 3, lett. d) della legge fallimentare, oltre alla differenza che si è sopra sottolineata, non sembra fuori luogo sostenere che si tratta di uno strumento che persegue un obiettivo assai più modesto rispetto alla piena recovery dell'impresa, limitandosi gli effetti dei piani attestati a garantire che atti, pagamenti e garanzie concesse sui beni del debitore siano sottratti ad azioni revocatorie.

Potrebbe avvicinarsi al concetto di risanamento che qui interessa quello legato alle varie declinazioni del (sempre più) polivalente istituto del concordato preventivo. I ripetuti interventi normativi susseguitisi dal 2005 hanno infatti consegnato in eredità agli interpreti varie forme concordatarie<sup>5</sup>.

Tuttavia la legge fallimentare, in tema di concordato, non utilizza mai il

---

<sup>5</sup>La dottrina più attenta, del resto, ormai distingue almeno due macro categorie concordatarie: i concordati che mirano alla liquidazione dei beni dell'impresa e quelli che, invece, postulano la continuità aziendale con il fine di liquidare i beni dell'imprenditore o, se ciò consente di meglio soddisfare i creditori, con il fine di risanare l'impresa.

vocabolo risanamento.

Si registra una tendenza diffusa a considerare «di risanamento» i concordati non liquidatori: si tratta ovviamente di un concetto non chiarissimo perché il debitore non può essere certo, ex ante o nel corso della procedura, dell'esito del concordato.

Il vocabolo risanamento non è utilizzato nemmeno con riguardo al concordato con continuità aziendale giacché è noto che la continuità non postula, necessariamente, un esito sanante della crisi, potendo la stessa essere strumentale alla conservazione del valore di impresa per un tempo limitato e quindi funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori.

In attesa di un intervento legislativo che distingua le ipotesi di concordato appena richiamate all'interno della legge fallimentare, si segnala un intervento, tanto recente quanto scomposto, del legislatore tributario. Con il d.lgs. 14 settembre 2015 n. 147<sup>6</sup> è stato infatti positivizzato il concetto di «concordato di risanamento» (ai soli fini fiscali) a seguito di una modifica apportata al testo unico delle imposte sui redditi (cfr. art. 88, co. 4-ter<sup>7</sup>) ove ora si prevede, in sostanza, che mentre nel caso di concordato liquidatorio non si considerano sopravvenienze attive le riduzioni dei debiti dell'impresa, in caso di concordato di risanamento (nonché di accordo di ristrutturazione e piano attestato ai sensi dell'articolo 67, l.f.) la riduzione dei debiti dell'impresa non costituisce sopravvenienza attiva per la parte che eccede le perdite dei periodi di imposta pregressi e di periodo.

---

<sup>6</sup>Disposizioni recanti misure per la crescita e l'internazionalizzazione delle imprese)

<sup>7</sup>Art. 88, co. 4 ter t.u.i.r.: «Non si considerano, altresì, sopravvenienze attive le riduzioni dei debiti dell'impresa in sede di concordato fallimentare o preventivo liquidatorio o di procedure estere equivalenti, previste in Stati o territori con i quali esiste un adeguato scambio di informazioni, o per effetto della partecipazione delle perdite da parte dell'associato in partecipazione. In caso di concordato di risanamento, di accordo di ristrutturazione dei debiti omologato ai sensi dell'articolo 182-bis del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, ovvero di un piano attestato ai sensi dell'articolo 67, terzo comma, lettera d), del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, pubblicato nel registro delle imprese o di procedure estere equivalenti a queste, la riduzione dei debiti dell'impresa non costituisce sopravvenienza attiva per la parte che eccede le perdite, pregresse e di periodo, di cui all'articolo 84, senza considerare il limite dell'ottanta per cento, e gli interessi passivi e gli oneri finanziari assimilati di cui al comma 4 dell'articolo 96. Ai fini del presente comma rilevano anche le perdite trasferite al consolidato nazionale di cui all'articolo 117 e non ancora utilizzate. Le disposizioni del presente comma si applicano anche per le operazioni di cui al comma 4-bis»



I piani di risanamento di cui devono dotarsi le banche, a differenza delle ipotesi appena richiamate, devono prevedere «l'adozione di misure volte al riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria in caso di suo significativo deterioramento» (art. 96-quater, co. 1, t.u.b.).

Il piano delle banche è:

- approvato dall'organo amministrativo (e non attestato da un professionista);

- sottoposto alla Banca d'Italia che può chiedere modifiche e integrazioni (art. 69-sexies t.u.b.);

- non è statico come quelli ex artt. 67, 161 e 182-bis l.f., ma dinamico, dovendo essere aggiornato almeno annualmente o, addirittura, con la maggiore frequenza richiesta dalla Banca d'Italia.

Si tratta, quindi, di piani con caratteristiche diverse che, tuttavia, hanno un'indubbia affinità che si misura sulla nozione di risanamento, concetto mutuato dalle scienze dell'economia aziendale.

Il concetto di risanamento recato dall'art. 67 l.f. e ricavabile dalla lettura coordinata delle disposizioni sul concordato preventivo e sugli accordi di ristrutturazione, non senza alcune ambiguità, può dirsi senza dubbio legato alla riuscita di un piano idoneo «a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa» e «ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria».

Sotto questo profilo può forse cogliersi una qualche affinità con i piani di risanamento ora previsti nel t.u.b.: la crisi che le diverse tipologie di piano (e le diverse tipologie di imprese) sono chiamate ad affrontare e gestire è una crisi finanziaria o, comunque, una crisi che produce anche un crisi finanziaria.

Nei piani disciplinati per le imprese di diritto comune, tuttavia, il lato finanziario della crisi deve già essersi manifestato perché il piano di cui all'art. 67,

co. 3, lett. d, sortisca gli effetti protettivi di cui si è detto<sup>8</sup> e non, come avviene nei piani delle banche, essere affrontato come ipotesi futura e virtuale.

Un'altra indicazione sistematica può trarsi da una recente pronuncia della Corte di Cassazione<sup>9</sup> che, nel confermare l'inammissibilità della domanda di concordato preventivo presentato da società cancellata dal registro delle imprese per evitare la dichiarazione di fallimento ex art. 10 l.f., ha espressamente statuito che «il concordato preventivo è strumento volto alla risoluzione della crisi dell'impresa. Alla società che ha cessato la propria attività di impresa [...] l'accesso alla procedura concorsuale minore è dunque precluso ipso facto, atteso il venir meno del bene al cui risanamento il concordato tende».

È evidente che la terminologia cui siamo abituati sta cambiando. L'impostazione calata dall'alto dal legislatore europeo in tema di crisi bancarie inizia trovare conferme nell'elaborazione giurisprudenziale e dottrinale che “dal basso” sta costruendo le categorie di una branca paraconcorsuale dell'ordinamento, quel diritto della crisi di impresa di cui la dottrina più avveduta parla da tempo.

Residua, però, una differenza insuperabile tra risanamento bancario e risanamento dell'impresa non soggetta a procedure concorsuali amministrative: solo del primo, infatti, si può dire che persegue finalità di interesse pubblico e di stabilità del sistema finanziario<sup>10</sup>. Il recepimento della BRRD, peraltro, aggiunge un tassello: la funzione del risanamento bancario è evitare che il costo della crisi bancaria sia trasferito sui contribuenti e non – come avviene nel concordato, negli accordi di ristrutturazione e nei piani attestati – preservare il valore di impresa contemperando l'esigenza protettiva con la miglior soddisfazione possibile dei creditori.

---

<sup>8</sup>Cfr. MEO, *I piani “di risanamento” previsti dall'art. 67, l.f.*, in *Giur. comm.*, fasc.1, 2011, p. 30 e ss.

<sup>9</sup>Cfr. Cass., sez. VI, 20 ottobre 2015, n. 21286, non pubblicata.

<sup>10</sup>Tratti che la risoluzione ha in comune con la liquidazione coatta amministrativa più che con le procedure concorsuali applicabili alla generalità delle imprese. Sul punto cfr. anche in tema di concordato nella l.c.a. da ultimo Cass., sez. I, 2 ottobre 2015, n. 19723 non pubblicata, nonché Cass., Sez. I, 6 febbraio 2013, n. 2782, in *Fall.*, 2013, 847.

3. Il solco linguistico tra la disciplina della BRRD e la disciplina italiana si fa ancor più difficilmente colmabile con riguardo al termine risoluzione. La banca in stato di insolvenza, nel linguaggio giuridico in auge sino a pochi anni fa, doveva essere liquidata oppure, seguendo linee più prosaiche, poteva essere salvata. Ora le banche in crisi, almeno le grandi banche in crisi, possibilmente non si liquidano e tantomeno si salvano, ma si risolvono<sup>11</sup>.

Né la BRRD, né di decreti attuativi offrono una definizione di risoluzione<sup>12</sup>. L'art. 31, par. 2, della direttiva si limita a indicarne gli obiettivi: a) garantire la continuità delle funzioni essenziali; b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato; c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; d) tutelare i depositanti contemplati dalla direttiva 2014/49/UE e gli investitori contemplati dalla direttiva 97/9/CE; e) tutelare i fondi e le attività dei clienti. Si tratta di finalità non del tutto omogenee con quelle che l'ordinamento italiano detta in materia di procedure concorsuali bancarie.

Nella BRRD l'esigenza di politica economica di preservare la stabilità e di evitare la propagazione del rischio di insolvenza diviene diritto positivo, con contestuale metaforica abrogazione della legge non scritta secondo cui è ben possibile salvare la banca con risorse pubbliche; legge non scritta che, fino ad oggi, aveva offerto una garanzia implicita e nutrito l'azzardo morale.

La risoluzione in luogo (e prima) della liquidazione concorsuale può essere iniziata quando la banca risulti, sulla base di una valutazione ex ante, recuperabile sotto il profilo dell'equilibrio di bilancio e quando la gestione della crisi sia più

---

<sup>11</sup>Cfr. STANGHELLINI, *op. cit.*, nt. 6.

<sup>12</sup>All'art. 2, n. 1) BRRD si legge che essa consiste nella «applicazione di uno strumento di risoluzione ... al fine di conseguire uno o più obiettivi di risoluzione». Simile il testo di cui all'art. 1, lett. uu), d.lgs. 180/2015.

vantaggiosa, per il mercato e per i creditori, rispetto a una procedura concorsuale.

Devono inoltre essere rispettate una di serie condizioni dettate dalla direttiva. Non è utile richiamarle tutte, ma si deve rilevare che alcune devono ricorrere congiuntamente (cfr. art. 32, par. 1, lett. a, b e c, BRRD):

a) l'autorità di risoluzione deve aver «stabilito che l'ente è in dissesto o a rischio di dissesto»;

b) non si deve poter «ragionevolmente prospettare» che qualsiasi misura alternativa (comprese le misure di intervento precoce o di svalutazione o di conversione contrattuale degli strumenti di capitale pertinenti ai sensi) «permetta di evitare il dissesto dell'ente in tempi ragionevoli»;

c) l'azione di risoluzione è necessaria nell'interesse pubblico.

La terminologia utilizzata ha lascia ampi margini di incertezza<sup>13</sup>.

Quanto alla lettera a), si osserva che il procedimento che certifica il dissesto - uno stato che non è insolvenza ex art. 5 l.f., ma nemmeno crisi di impresa<sup>14</sup> - può essere iniziato (cfr. art. 19 d.lgs. 180/2015) dall'organo di amministrazione o di controllo della banca, chiamato a informare tempestivamente la Banca d'Italia (o la BCE, se si tratta di ente di importanza sistemica direttamente vigilato da Francoforte) «se ritiene che la banca è in dissesto o a rischio di dissesto».

A questo punto tocca all'autorità di risoluzione competente accertare il dissesto, emettendo un provvedimento. Come era ragionevole prevedere, tale stato non deve essere dichiarato in sede giurisdizionale. In Italia abbiamo già un primo caso: l'avvio della prima procedura di risoluzione risale allo scorso 22 novembre 2015<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup>Sulla relatività del concetto di insolvenza esiste un dibattito. Cfr. SQUIRE, *Insolvency vs. illiquidity in the 2008 crisis and the congressional imagination*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 373, p. 104.

<sup>14</sup>Concetto entrato, con la novella alla l.f. introdotta dal d.l. 14 maggio 2005, n. 35, nella disciplina del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione sino ad assumere il significato di espressione riassuntiva della nuova funzione di tali procedure. Cfr. INZITARI, *La disciplina della crisi nel Testo Unico Bancario*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca D'Italia*, vol. 75, p. 123 e ss.

<sup>15</sup>Cfr. nota 2.

Quanto alle lettere b) e c), in disparte l'opportuno richiamo alle ipotesi di svalutazioni e conversioni contrattualmente previste<sup>16</sup> di cui si dirà<sup>17</sup>, più di qualche difficoltà interpretativa pone il concetto di «ragionevole prospettazione» circa l'inadeguatezza di ogni misura diversa dalla risoluzione. All'autorità è rimessa la responsabilità di un'analisi ex ante su temi molto complessi e non si può escludere che i soggetti interessati dalle misure di risoluzione, e tra questi la banca, chiedano tutela giurisdizionale sul merito delle scelte dell'autorità di risoluzione<sup>18</sup>. Poiché esiste, anzi pre-esiste, un'alternativa alla risoluzione (i.e. le procedure concorsuali), la scelta di risolvere o non risolvere non rientra nell'ambito del c.d. "merito amministrativo" in senso stretto, come tale non (o difficilmente) sindacabile, ma resta sul piano della scelta tra uno strumento (risoluzione) e un altro (procedura concorsuale) con conseguente censurabilità della decisione.

Il provvedimento di risoluzione, tuttavia, non è un provvedimento come tutti gli altri.

Nel d.lgs. 180/2015 la tutela giurisdizionale degli enti sottoposti a risoluzione è disciplinata all'art. 95, dove si individua, come era prevedibile, la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo.

Di grande rilievo sistematico (e di dubbia legittimità costituzionale) è la previsione di cui al co. 2 della disposizione richiamata secondo cui nei giudizi avverso le misure di gestione della crisi:

(i) si presume, fino a prova contraria, che la sospensione dei provvedimenti della Banca d'Italia o del Ministro dell'Economia e delle Finanze sia contraria

---

<sup>16</sup>Cfr. art. 47, par. 2, BRRD.

<sup>17</sup>Cfr. il documento adottato dall'EBA il 3 luglio 2015, EBA/RTS/2015/06, Final Report Draft Regulatory Technical Standards on the contractual recognition of write-down and conversion powers under Article 55(3) of Directive 2014/59/EU.

<sup>18</sup>Nel nostro ordinamento può darsi luogo a valutazioni di questo tipo, ma in sede giurisdizionale. Si pensi al caso dell'amministrazione straordinaria. Sul punto, v. LEOZAPPA, *L'apertura della procedura e i suoi effetti*, in *Trattato delle procedure concorsuali* diretto da Ghia, Piccininni, Severini, 2011, vol. 5, *L'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa*, p. 209 e ss.

all'interesse pubblico;

(ii) viene esclusa la possibilità per il giudice amministrativo di disporre consulenze tecniche.

Inoltre, i successivi commi 3 e 4 introducono la possibilità per il giudice di:

(iii) annullare i provvedimenti di risoluzione con efficacia ex nunc, lasciando impregiudicati gli atti amministrativi e i negozi posti in essere dalla Banca d'Italia o dai commissari speciali;

(iv) disporre la sospensione del giudizio su istanza della Banca d'Italia per un periodo congruo al perseguimento degli obiettivi della risoluzione.

Quid iuris, invece, nel caso di provvedimenti adottati direttamente dalla BCE? Nemmeno è chiaro se il provvedimento adottato dalla Banca d'Italia dal Ministero possa formalmente imputato solo alle Autorità Creditizie italiane dal momento che, una volta a pieno regime, il SSM integrerà un modello di integrazione operativa tra autorità (di risoluzione) nazionali e BCE<sup>19</sup>.

Al problema della legittimazione passiva, in tema di impugnazione del provvedimenti di risoluzione resta aperto quello, già esistente, della legittimazione attiva, visto che pare doversi concludere che la sostituzione del management che scaturisce dal provvedimento abbia gli stessi effetti che tradizionalmente hanno i decreti che iniziano l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa (i.e. la immediata cessazione dalla carica dei membri dell'organo amministrativo<sup>20</sup> che, nel caso di risoluzione, non deve ma può essere disposta).

4. Certamente problematica è anche la nozione di «dissesto». Sul punto l'art. 32, par. 4, della BRRD offre un elenco di situazioni, questa volta alternative,

---

<sup>19</sup>Cfr. BARBAGALLO, *L'unione bancaria europea*, intervento alla tavola rotonda organizzata dal NIFA, 6 maggio 2014.

<sup>20</sup>Come è noto l'art. 80, co. 5, t.u.b. dispone che dalla data di emanazione del decreto di revoca dell'autorizzazione e di sottoposizione a l.c.a. cessano le funzioni degli organi amministrativi, di controllo e assembleari, nonché di ogni altro organo della banca. La legge sancisce pertanto la cessazione immediata delle funzioni degli organi. La giurisprudenza amministrativa (cfr. da ultimo TAR Lazio, 22 ottobre 2015, n. 12123) non ritiene applicabile analogicamente l'art. 18 l.f. sul reclamo del debitore contro la sentenza che dichiara il fallimento.

che certificano lo stato:

a) l'ente viola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente, perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio o di un importo significativo dell'intero patrimonio;

b) le attività dell'ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività;

c) l'ente non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza;

d) l'ente necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario.

Non sembrano emergere particolari problemi in tutti quei casi in cui il legislatore europeo utilizza i verbi al futuro. Laddove il legislatore coniuga i verbi al presente (ad es., quando si riferisce all'ente che «viola ... i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione» e che «ha subito ... perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio...»), descrive situazioni che, nel diritto interno, possono coincidere con lo stato di insolvenza.

Non è chiaro, quindi, se nell'intenzione del legislatore europeo l'autorità di risoluzione abbia il potere di iniziare la risoluzione superando o disapplicando la legge italiana (si pensi alla disciplina del capitale sociale, a quella del capitale di vigilanza di cui al t.u.b. e alla regolamentazione, e alla disciplina concorsuale).

Sul punto il d.lgs. 180/2015 all'art. 17, co. 2, fornisce altri elementi stabilendo che la banca è considerata in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle seguenti situazioni:

«a) risultano irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative, regolamentarie o statutarie che regolano l'attività della banca di gravità tale che giustificerebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività;

b) risultano perdite patrimoniali di eccezionale gravità, tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo del patrimonio;

c) le sue attività sono inferiori alle passività;

d) essa non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza;

e) elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro;

f) è prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore», fatti salvi i casi di cui al successivo art. 18, che disciplina le ipotesi in cui una banca non è considerata in dissesto se il sostegno pubblico viene concesso «per evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia e preservare la stabilità finanziaria» e sia usato lo strumento della garanzia pubblica o non possa essere utilizzato lo strumento della riduzione delle azioni o della conversione dei crediti in capitale».

Ne emerge un quadro complesso che, a mio avviso, non reca elementi destabilizzanti rispetto alla nostra tradizione giuridica interventista nel campo delle crisi bancarie.

Si deve però evidenziare che:

(i) la risoluzione, così come l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa, non è procedimento che presupponga necessariamente l'insolvenza economica, potendo conseguire a violazioni di legge o amministrative. In ciò si coglie un elemento di continuità: la risoluzione può essere avviata anche in relazione a banche in bonis che presentano irregolarità (anche se gli artt. 70 e 80 del t.u.b., dettati rispettivamente in tema di a.s. e l.c.a. prevedono che la prima possa essere disposta in caso di gravi irregolarità e la seconda in casi di irregolarità di eccezionale gravità)<sup>21</sup>. Se ne può trarre che la risoluzione possa essere disposta, ricorrendone i presupposti, anche se le irregolarità compiute dalla banca siano solo gravi. In questo senso, allora, il concetto di dissesto sembra configurare un presupposto oggettivo della risoluzione che è più ampio ancora dei presupposti

---

<sup>21</sup>Cfr. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 2012, pp. 815 e 842, anche per i riferimenti bibliografici.



oggettivi della a.s. e della l.c.a., giacché si consente all'autorità di risoluzione di intervenire prima ancora di quanto poteva (e può) fare l'autorità di vigilanza (il fatto che vi possa essere coincidenza tra le due autorità non deve indurre in confusione);

(ii) nemmeno può dirsi che vi sia coincidenza, questa volta sul piano economico, tra i concetti di dissesto e di insolvenza. E, infatti, analogamente a quanto avviene nella a.s. e nella l.c.a., nell'ambito della risoluzione può darsi che l'ente sia - oltre che in dissesto - anche insolvente. Sul punto l'art. 36, co. 1, d.lgs. 180/2015 dispone espressamente che ove l'ente sottoposto a risoluzione si trovi in stato di insolvenza alla data di adozione del provvedimento di risoluzione si applica l'art. 82, co. 2, t.u.b. che prevede - in tema di l.c.a. - che lo stato di insolvenza sia dichiarato dal tribunale del luogo in cui la banca ha la sede legale.

Quindi, anche sotto il profilo della stabilità patrimoniale, il dissesto costituisce presupposto più ampio dell'insolvenza perché consente di disporre la risoluzione in base non già ad una conclamata difficoltà (in atto) nell'adempimento delle obbligazioni, ma in base a un giudizio (prognostico) sull'insolvenza. Sul punto il richiamato art. 17, co. 2, lett. e) consente infatti all'autorità di risoluzione di avviare la risoluzione anche solo in presenza del rischio (futuro e incerto) che la banca non sia in grado di pagare i propri debiti alla scadenza.

L'impostazione sembra trovare conferma nel Regolamento 806/2014, ove si legge che è opportuno che la decisione di assoggettare un'entità alla risoluzione sia adottata prima che un'entità finanziaria divenga insolvente a termini di bilancio (balance-sheet insolvent) e quando abbia ancora del capitale» (cfr. considerando 57 Reg. citato) e solo nei casi in cui «la liquidazione di un'entità in dissesto con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe compromettere la stabilità finanziaria, interrompere la prestazione di servizi essenziali e pregiudicare la tutela dei depositanti. In tal caso si configura un interesse pubblico ad applicare strumenti di risoluzione, il cui obiettivo dovrebbe essere quello di garantire la continuità dei

servizi finanziari essenziali, mantenere la stabilità del sistema finanziario, limitare l'azzardo morale riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico per le entità in dissesto e tutelare i depositanti» (cfr. considerando 58 Reg.).

5. Le crisi bancarie devono essere risolte attraverso una serie di strumenti giuridici sofisticati che prendono il nome di strumenti di risoluzione. Il compito è stato affidato alla Banca d'Italia<sup>22</sup>, la quale può azionare gli istituti introdotti dall'art. 37, par. 3, BRRD:

(i) trasferire le attività e le passività di una banca a un acquirente privato («strumento per la vendita dell'attività d'impresa»);

(ii) creare una bridge bank («strumento dell'ente-ponte»);

(iii) costituire bad bank cui trasferire crediti anomali e attività di difficile valutazione («strumento della separazione delle attività»); e, soprattutto,

(iv) disporre la svalutazione delle azioni, delle passività e la conversione obbligatoria di strumenti di debito in azioni, così imponendo perdite agli azionisti e ad alcune categorie di creditori («strumento del bail-in»<sup>23</sup>).

Quest'ultimo potere è certamente il più discusso<sup>24</sup>, ma al tema è dedicato un altro intervento.

Il fil rouge che collega tra loro gli strumenti di risoluzione è che le risorse per risolvere la crisi devono provenire dal sistema bancario e non dalle casse pubbliche. Sul punto i nuovi istituti hanno il loro campione nel bail-in che, pensato per ridurre i fenomeni di moral hazard, è stato introdotto per incentivare tutti coloro che hanno concorso a finanziare l'impresa bancaria a esercitare un

---

<sup>22</sup> La scelta, confermata dalla legge europea per il 2014 approvata il 2 luglio 2015 era già stata formalizzata dato che la Banca d'Italia era già stata indicata quale autorità di risoluzione ai fini della partecipazione al Comitato Unico di Risoluzione e al Comitato delle autorità di risoluzione dell'EBA ex art. 3 d.lgs. 12 maggio 2015, n. 72.

<sup>23</sup> Cfr. SIGNORINI, *L'Unione bancaria*, Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia, Senato, Roma, 24 ottobre 2012.

<sup>24</sup> Cfr. MOLONEY, *EU securities and financial markets regulation*, 3rd, 2014, Oxford University Press, Oxford, UK, p. 423.

controllo più stringente sulla gestione<sup>25</sup>: non solo azionisti e creditori, subordinati o no, ma anche depositanti (questi ultimi, peraltro, se hanno depositi di importo superiore a € 100.000 sembrano diventare, per la quota che eccede la soglia garantita dal sistema, investitori in senso stretto, con tutte le conseguenze del caso, forse anche in tema di applicabilità delle regole di condotta e delle regole sui flussi informativi).

Gli strumenti richiamati entrano così a far parte dell'armamentario delle autorità di vigilanza, le quali acquistano un ruolo centrale anche nella fase di gestione delle crisi bancarie<sup>26</sup> che, sino a oggi, non esisteva, almeno come disciplina europea armonizzata.

6. Non si vive – e non si muore – solo di bail-in autoritativo. Nel 2010 il Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) pubblicò un documento di consultazione<sup>27</sup> nel quale si introduceva il concetto di contingent capital instrument (CoCos). Si tratta di strumenti finanziari ibridi che possono essere convertiti in strumenti di capitale per assorbire le perdite di una società<sup>28</sup>. La conversione è automatica e scatta nel momento in cui il capitale scende al di sotto di un livello contrattualmente prestabilito tra l'emittente e il creditore/investitore.

La versione di bail-in "autoritativo", è a dire il bail-in quale potere pubblicistico esercitabile da un'autorità di vigilanza che, al ricorrere di alcune condizioni, può svalutare le azioni e le passività di una banca e/o convertire forzosamente il debito (ad esempio, obbligazionario) in capitale non si contrappone, e anzi si aggiunge, al bail-in "contrattuale" fondato sui CoCos. Si tratta di strumenti che consentono di attivare un meccanismo che impone di

---

<sup>25</sup>Cfr. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea*. Milano, 2015, p. 22; ZHOU, J., *op. cit.*, p. 10. Al di là delle dichiarazioni di principio, tuttavia, non è facile immaginare che i correntisti entrino a far parte del "sistema dei controlli".

<sup>26</sup>Cfr. BOCCUZZI, *op. cit.*, p. 22.

<sup>27</sup>Basel Committee on Banking Supervision, 2010, Proposal to ensure loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability.

<sup>28</sup>Cfr. LANNOO - NAPOLI, *Bank state aid in the financial crisis: fragmentation or level playing field?* CEPS Task Force Report, October 2010.

prevedere, nel caso di emissione di strumenti di capitale e di debito, specifiche previsioni contrattuali che, all'occorrenza, consentano la conversione di detti strumenti in capitale regolamentare della banca, in modo da ripristinarne l'equilibrio di bilancio per avere accesso a nuove fonti di finanziamento.

In un primo momento le raccomandazioni del BCBS erano circoscritte all'analisi del patrimonio di vigilanza delle banche<sup>29</sup>. Nel richiamato documento si auspicava l'introduzione di un meccanismo per mezzo del quale, al ricorrere di certe condizioni, chi avesse apportato capitale Tier 1 o Additional Tier 1 in favore di una banca potesse (dovesse) perdere il diritto di ripetere il proprio apporto, comunque effettuato, ottenendo in cambio una partecipazione di tipo equity<sup>30</sup>. L'attenzione del BCBS era focalizzata quindi sui CoCos e, benché il comitato avesse introdotto l'idea secondo cui azionisti e creditori devono essere tenuti a contribuire al salvataggio della banca, non formulava osservazioni specifiche in tema di risoluzione.

Benché i due istituti abbiano una funzione simile, il primo identifica un duplice intervento sul patrimonio della banca, che passa per la svalutazione delle azioni e delle passività della banca e/o la conversione dei crediti in capitale per mano di un'autorità (pubblica), il secondo descrive strumenti finanziari che, al ricorrere di un evento predeterminato (trigger event), si convertono in strumenti di capitale regolamentare della banca. In entrambi i casi alcune risorse di debito vengono convogliate nel capitale per risanare l'equilibrio di bilancio della banca<sup>31</sup>. Sotto il profilo giuridico la differenza tra i due strumenti è netta, giacché nel caso del bail-in la decisione di svalutare e convertire è presa da un'autorità terza, mentre per i CoCos essa è stata preventivamente stabilita tra le parti, seppur

---

<sup>29</sup>Il Comitato di Basilea identificava tre azioni per rafforzare la capacità di assorbimento delle perdite delle banche: (i) introdurre meccanismi di risoluzione; (ii) vietare l'uso di alcuni strumenti di patrimonio di vigilanza per il computo del capitale regolamentare (in particolare l'utilizzo di strumenti di Tier 2) e (iii) prevedere che alcuni strumenti che compongono il patrimonio di vigilanza contengano un meccanismo contrattuale che garantisca l'assorbimento delle perdite prima del raggiungimento del "punto di non sopravvivenza" della banca (*point of non-viability*).

<sup>30</sup>Basel Committee on Banking Supervision, *op. cit.*, 1.

<sup>31</sup>Cfr. ZHOU, *op. cit.*, p. 6

condizionata all'avverarsi di una condizione sospensiva (ciò vale anche per il caso in cui meccanismi assorbimento contrattuale delle perdite siano imposte dalla legge)<sup>32</sup>.

La differenza è in parte chiarita dalle disposizioni contenute nel pacchetto CRD IV e CRR. In questi provvedimenti, il cui obiettivo è migliorare la qualità del capitale delle banche intesa come capacità di assorbire le perdite, non si parla di conversione forzata, né si fa accenno al termine bail-in di cui alla BRRD, ma è prevista una disciplina (cfr. ad es. art. 54 CRR) della riduzione e della conversione dei c.d. strumenti di capitale aggiuntivi di classe 1 (i.e. Additional Tier 1)<sup>33</sup>, come auspicava il BCBS nel 2010.

Resta aperta, in particolare, una questione. Le disposizioni del CRR sui requisiti qualitativi di capitale non sono allineate con le previsioni in materia di risoluzione e risanamento, né i meccanismi di conversione di elementi di patrimonio in capitale regolamentare sono allineati con il bail-in come potere pubblicistico di cui alla BRRD<sup>34</sup>.

7. Già prima dei noti provvedimenti di risoluzione adottati in Italia nel novembre 2015 sulle quattro banche in crisi nell'Unione europea vi sono stati alcune prove di applicazione (parziale) degli strumenti di risoluzione e del bail-in<sup>35</sup>.

---

<sup>32</sup>Se è vero, infatti, la legge impone alle banche di emettere strumenti di *contingent capital*, è altrettanto vero che una volta sottoscritti da un terzo essi sono regolati dal contratto che segue il negozio di sottoscrizione concluso tra la banca e il terzo.

<sup>33</sup>Si tratta, come è noto, dell'attuazione dei principi di Basilea III sul capitale qualitativamente migliore, un capitale che deve essere in grado di assorbire le perdite delle banche senza incidere sulla continuità dell'operatività di impresa.

<sup>34</sup>Cfr. JOOSEN, *Regulatory Capital Requirements and Bail in Mechanisms*, 2015, disponibile su <http://ssrn.com/abstract=2586682> e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2586682>

<sup>35</sup>Cfr. I casi di Banca Laiki e Banca di Cipro, Banco Espírito Santo in Portogallo e SNS Reaal in Olanda. Casi di imposizione forzata di perdite ad azionisti e creditori di banche prossime all'insolvenza si sono registrati in Danimarca nel 2011 (Amagerbanken) e in Spagna nel 2012 (Bankia). Cfr. CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Padova, 2014, p. 101 e ss.; Sul punto, cfr. anche SCHÄFER - SCHNABEL - WEDER DI MAURO, *Getting to Bail-in: Effects of Creditor Participation in European Bank Restructuring*, Working Paper 8/2014, November 2014, disponibile su

[http://www.sachverstaendigenratwirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier\\_08\\_2014.pdf](http://www.sachverstaendigenratwirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/publikationen/arbeitspapier_08_2014.pdf); GOODHART, *Lessons for Monetary Policy from the Euro-Area Crisis*, in

del caso cipriota è molto simile<sup>36</sup> a quello ora istituzionalizzato nella direttiva BRRD e nel regolamento 806/2014/UE<sup>37</sup>. Si legge all'art. 3, co. 1, n. 33) del regolamento che per «strumento del bail-in» si intende «il meccanismo per l'esercizio dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione»<sup>38</sup>.

La direttiva definisce il bail-in come un meccanismo «di svalutazione e di conversione» (cfr. artt., 43 e 59 e ss., in particolare 59, par. 2, e art. 63, par. 1, lett. da e) a i). Il meccanismo è attivabile dall'autorità di risoluzione, la quale ha quindi il potere di imporre la svalutazione (wipe-out e write-down) e la conversione (bail-in in senso stretto)<sup>39</sup> per eliminare o ridurre le passività della banca soggetta a risoluzione<sup>40</sup>.

Non si deve mancare di osservare che il meccanismo del bail-in è pensato per operare in concorso con gli altri strumenti di risoluzione. Infatti, attraverso il bail-in è possibile ricapitalizzare una banca che abbia perso o rischi di perdere il capitale<sup>41</sup> e, così: (i) agevolarne la vendita (ex art. 37, par. 3, lett. a) BRRD) o, in alternativa, (ii) ripristinare temporaneamente le condizioni di esercizio per poi attuare la separazione delle attività (ex art. 37, par. 3, lett. c) BRRD), oppure (iii) per dotare del capitale sufficiente l'eventuale ente-ponte, se si percorre la strada della bridge bank (ex art. 37, par. 3, lett. b) BRRD).

L'istituto ha una funzione abbastanza semplice. Sulla base di una

---

*Journal of Macroeconomics*, vol.39, B, 2014, p. 378 e ss. DUEBEL, *The Capital Structure of Banks and Practice of Bank Restructuring*, CFS Working Paper, 2013, p. 37 e ss. HAENTJENS, *What Happens when a Systemically Important Financial Institution Fails: Some Company Law Observations re. SNS Reaal*, in *European Company Law*, 2013, Issue 2, pp. 70–74

<sup>36</sup>Cfr. KRAHNEN - MORETTI, *Bail-in clauses*, in *Financial Regulation: A Transatlantic Perspective*, ed. Ester Faia, Andreas Hackethal, Michael Haliassos, Katja Langenbacher, 2015, p. 135.

<sup>37</sup>Regolamento (UE) n. 806/2014 del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico

<sup>38</sup>La definizione rinvia al successivo art. 27 che, per molti aspetti, somiglia all'art. 43 della BRRD.

<sup>39</sup>Cfr. PRESTI, *Bail-in*, relazione convegno Crisi bancarie: il nuovo quadro giuridico e istituzionale, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 8 maggio 2015.

<sup>40</sup>Dunque, all'autorità di risoluzione sono conferiti due poteri: da un lato, quello di (i) svalutare, in tutto o in parte, il valore delle azioni e degli altri strumenti di capitale; dall'altro lato, quello di (ii) svalutare e/o convertire in capitale i debiti della banca (le passività assoggettabili o *bail-inable*).

<sup>41</sup>Cfr. PRESTI, *ivi*.

valutazione preliminare delle passività di una banca, l'equilibrio di bilancio (o il minimo di capitale) viene ripristinato utilizzando risorse reperite presso coloro che nella banca già hanno investito, anche se sotto forma di prestito e non sotto forma di capitale di rischio<sup>42</sup>.

Non è chiaro, tuttavia, quale sia l'impatto della "procedura di risoluzione" sul quadro legislativo che disciplina le procedure concorsuali amministrative di diritto italiano.

Una prima difficoltà interpretativa è data dal fatto che la BRRD sembra introdurre il principio per cui la ricapitalizzazione della banca diviene una soluzione generale, alternativa alla liquidazione (ad es., alla nostra liquidazione coatta amministrativa), ma non chiarisce se essa possa anche concorrere con le vigenti procedure concorsuali.

È stato sottolineato che l'applicazione degli strumenti di risoluzione non esclude che, in concorso con la procedura di risoluzione, sia attivata anche una procedura concorsuale ordinaria<sup>43</sup>, magari con riferimento a specifiche e previamente isolate passività della banca<sup>44</sup>. Tuttavia, benché un ente possa essere in astratto coinvolto in una procedura complessa, soggetta a un regime misto di risoluzione e liquidazione, il perimetro delle passività soggette a risoluzione (e al bail-in) resterà inevitabilmente escluso dall'applicazione della disciplina interna della crisi di impresa.

Se, infatti, è vero che i due regimi possono in astratto concorrere, è

---

<sup>42</sup>Cfr. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, 2014, vol. 75, p.171.

<sup>43</sup>Cfr. STANGHELLINI, *op. ult. cit.*, p. 165, il quale osservava a tale conclusione potesse pervenirsi dalla lettura dell'art. 29a, par. 10 e 11 della bozza di direttiva, relativi allo *special manager* che può essere incaricato di attuare la Resolution. In tale sede si era previsto che: «In the event of insolvency, where the national law provides for the appointment of insolvency management, this can constitute special management as referred to in this Article», ma la disposizione non è stata riprodotta nella versione finale della direttiva.

<sup>44</sup>Ciò è quanto è successo nel caso delle quattro banche italiane Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A., Banca delle Marche S.p.A., Banca popolare dell'Etruria e del Lazio – Società cooperativa e Cassa di risparmio di Chieti S.p.A., che erano tutte in amministrazione straordinaria da tempo e che sono state "risolte" attraverso un procedimento che ha previsto la creazione di nove distinti soggetti giuridici: le quattro banche risolte, una *bad bank* con i crediti in sofferenza e le quattro banche originarie poste in liquidazione coatta amministrativa. Sul punto si tornerà *infra*.

altrettanto vero che ciò può avvenire solo su asset diversi (ad esempio dopo la separazione o la costituzione di un ente ponte). Dunque la risoluzione o, quantomeno l'area della risoluzione mediate bail-in, è sottratta alle regole della concorsualità ordinaria.

Questa impostazione mi sembra confermata dal recente d.l. 183/2015 con cui il Governo italiano ha introdotto misure volte, in sostanza, a utilizzare insieme istituti nuovi (ente ponte, svalutazione delle passività) e vecchi (amministrazione straordinaria, liquidazione).

Una questione di sistema resta, tuttavia, aperta. La "procedura di risoluzione", se così la si può chiamare, è certamente una procedura amministrativa come l'amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa, ma non è – né può essere – una procedura concorsuale in senso stretto. Il fatto che le azioni e le passività di un ente possano essere svalutate fino a zero, e così cancellate, esclude in radice che alcuni creditori (e anche gli azionisti, pur in posizione di residual claimants) possano, anche solo in astratto, concorrere alla massa attiva. I loro rapporti giuridici con l'ente sottoposto a risoluzione, infatti, vengono "recisi" dal provvedimento dell'Autorità.

8. La BRRD introduce concetti che si muovono in parallelo rispetto al sistema italiano delle categorie dei creditori e puntano piuttosto sulla nozione di passività bail-inable o non bail-inable, nozioni difficilmente collocabili nel solco tracciato dalle nostre categorie generali.

L'unico correttivo sul punto pare essere rappresentato dal fatto che l'autorità deve assicurare « ... il rispetto del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato rispetto alla procedura ordinaria di insolvenza» (cfr. considerando 73 BRRD).

Quella da ultimo enunciata è la regola del c.d. no creditor worse off (NCWO)<sup>45</sup>, secondo cui il creditore dell'ente sottoposto a risoluzione non deve

---

<sup>45</sup>Cfr. art. 74 BRRD: «nessun creditore può essere più svantaggiato».



(dovrebbe) essere posto in una condizione economica peggiore di quella in cui si sarebbe trovato qualora la banca fosse stata sottoposta a una procedura concorsuale di tipo liquidatorio (v. anche art. 34, lett. g, BRRD).

Se la regola conoscerà un'applicazione rigorosa, il bail-in dovrebbe essere attuato con modalità che riflettano la gerarchia delle pretese dei creditori così come nell'ambito della procedura concorsuale nazionale che sarebbe stata applicata in luogo della risoluzione<sup>46</sup>.

La questione, tuttavia, sembra presentare almeno due ordini di problemi.

Il primo è che le passività bail-inable non sono sempre note ex ante con la conseguenza che la verifica del rispetto del principio del NCWO non è agevole, dal momento che non si conosce a priori quali siano i creditori nei confronti dei quali la regola debba trovare applicazione.

In secondo luogo, il principio non sembra facilmente applicabile nel caso di risoluzione di gruppi che operano in più giurisdizioni perché, come è noto, la disciplina delle procedure concorsuali non è armonizzata a livello europeo<sup>47</sup>. L'applicazione del NCWO dovrà, in questi casi, avvenire secondo una geometria variabile, dovendosi rispettare la regola del trattamento non peggiore rispetto a più discipline concorsuali.

Quella del trattamento non peggiore dei creditori non è l'unica regola che l'autorità di risoluzione, prima di essa gli Stati membri, sono chiamati a rispettare. Sul punto, l'art. 34 della BRRD stabilisce che l'azione di risoluzione deve essere condotta in conformità a principi eterogenei; alcuni, come quello secondo cui «gli azionisti dell'ente soggetto a risoluzione sopportano per primi le perdite», con la conseguenza che «i creditori dell'ente soggetto a risoluzione sostengono le perdite dopo gli azionisti» sono in linea con lo spirito della nuova disciplina. Analoghe considerazioni possono essere svolte con riguardo alla protezione dei

---

<sup>46</sup>Cfr. CAPIZZI - CAPPIELLO, *op. cit.*, p. 6.

<sup>47</sup>Alcuni autori ritengono che la BRRD rappresenti un test generale verso l'armonizzazione delle procedure concorsuali a livello europeo. V. BOCCUZZI, *op. cit.*, p. 137.

correntisti che, in virtù della direttiva sulle garanzie dei depositi fino a 100.000 euro, sono nei limiti di quell'importo interamente salvaguardati.

In altri casi, come in quello del principio della parità di trattamento dei creditori (cfr. art. 34, lett. d), il legislatore europeo usa il vocabolo principio ma al contempo ne depotenzia il concetto perché è la stessa direttiva a fare salva le disposizioni contrarie e le «salvaguardie» (v. artt. 73 e ss. BRRD). Nel nostro ordinamento, a seguito di quanto è già avvenuto con l'evoluzione della disciplina del concordato preventivo, ciò integra indubbiamente un ulteriore indebolimento del principio della *par condicio creditorum* per come espresso nell'art. 2741 c.c..

Per orientarsi non sembra fuori luogo fare riferimento quelle disposizioni interne che paiono aver anticipato l'introduzione del principio del trattamento non peggiore. In linea con il NCWO, l'art. 160 l.f., stabilisce: «la proposta di concordato può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista...»<sup>48</sup>.

Pare potersene ricavare che è adeguata e in linea con il NCWO la compensazione che soddisfi il creditore in misura non inferiore a quella che avrebbe avuto sul ricavato in caso di liquidazione (come dovrebbe già avvenire nel caso di conversione disposta nel concordato preventivo, arg. ex artt. 160 e 161, co. 2, lett. e, l.f.).

È evidente, però, che la risoluzione (soprattutto la risoluzione mediante *bail-in*) si muove su di un piano che non tiene in alcuna considerazione la *par condicio creditorum*.

---

<sup>48</sup>Una *ratio* non dissimile pare avere l'art. 161, co. 2, lett. e), l.f., ove è previsto che l'imprenditore deve depositare, insieme con il ricorso per il concordato «un piano contenente la descrizione analitica delle modalità e dei tempi di adempimento della proposta; in ogni caso, la proposta deve indicare l'utilità specificamente individuata ed economicamente valutabile procurata in favore di ciascun creditore».

È vero che l'obiettivo di salvaguardare l'impresa in crisi ha, negli ultimi dieci anni, progressivamente eroso la centralità della par condicio anche nel diritto interno<sup>49</sup>. Nel concordato preventivo è, infatti, oggi possibile: pagare i creditori al di fuori di ogni riparto - anche in violazione della par condicio - se ciò ne consente la migliore soddisfazione; contrarre debiti destinati alla conservazione dell'attività di impresa ai quali è riconosciuta la prededuzione sia nel successivo fallimento, sia, se sono stati concessi in occasione di un accordo ex art. 182 bis, nell'eventuale successivo concordato, sia, infine, all'interno della stessa procedura in occasione della quale sono stati concessi (art. 182 quinquies); fornire garanzie reali a favore dei titolari di crediti prededucibili (art. 182 quinquies, co. 3). Analoghe considerazioni possono essere svolte con riguardo all'amministrazione straordinaria e all'esercizio provvisorio nel fallimento.

In tutti i casi che precedono, tuttavia, la par condicio è derogata o compressa con un qualche intervento dell'autonomia privata o in seguito all'autorizzazione dell'autorità giudiziaria, mentre nel caso della BRRD è un'autorità di risoluzione a derogare alla par condicio.

In questo modo il principio del trattamento non peggiore (NCWO) diviene una sorta di "gemello eterozigota" della par condicio. Entrambi costituiscono applicazione del più lato antico favor creditoris, ma si tratta di prospettive radicalmente differenti e si può osservare che, se tra essi vi sarà conflitto, il principio di primazia del diritto dell'Unione imporrà di dare prevalenza al NCWO.

9. Il problema della tutela dei soci e dei creditori si interseca con quello dei diritti fondamentali. Il meccanismo di svalutazione delle azioni implica una lesione al diritto di proprietà che è tutelato dall'art. 1, protocollo 1, della CEDU e che può

---

<sup>49</sup>Sul punto, ABRIANI - LEOZAPPA, *Sul principio della par condicio creditorum nelle procedure concorsuali*, in *Diritto tributario delle procedure concorsuali e delle imprese in crisi*, a cura di F. Paparella, Milano, 2013, p. 49 e ss.

essere compreso solo al ricorrere dei presupposti dell'art. 52 della stessa<sup>50</sup> (oltre che, ovviamente, dei principi costituzionali italiani, in particolare artt. 42 e 47 Cost.). È, quindi, nel bilanciamento tra interesse pubblico – che si presume prevalente – e privato che si deve valutare la conformità della risoluzione ai principi.

La questione della tutela degli azionisti contro la possibile “espropriazione” non esaurisce il problema<sup>51</sup>. Infatti, la tutela dei soci – a differenza di quella dei creditori – non si gioca solo sul piano del diritto di proprietà, ma anche su quello degli altri diritti patrimoniali (ad es., il diritto di opzione) e, non da ultimo, sul piano dei diritti amministrativi (intervento in assemblea, voce e voto)<sup>52</sup>. La spossessamento delle competenze deliberative dei soci in ordine al capitale sociale, pur giustificato dall'esigenza di salvaguardare il sistema finanziario, è molto più radicale di quella che interviene nel caso di conversione dei crediti in partecipazioni nel concordato preventivo dove i soci, a differenza che nel bail-in, conservano un qualche contrappeso, potendo fare opposizione nell'ambito del giudizio di omologazione del concordato<sup>53</sup>.

Sul tema dei diritti dei soci sottoposti a bail-in, per vero, esiste già una casistica<sup>54</sup> e se ne può trarre qualche indicazione preliminare. Nel caso della banca olandese SNS Reaal, gli azionisti espropriati hanno ottenuto una pronuncia – in

---

<sup>50</sup>Cfr. art. 52, rubricato *portata dei diritti garantiti*, v. par. 1: «Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui...»

<sup>51</sup>Cfr. per approfondire, MARCUCCI, *Crisi bancarie e diritti degli azionisti, relazione al convegno Cesifin “Diritto societario e crisi d'impresa”*, Firenze, 12 aprile 2013, ora in Quaderni Cesifin, *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di Umberto Tombari, Torino, 2014.

<sup>52</sup>Cfr. HÜPKES, *Special bank resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 17, 2009, p. 277–301, e in particolare p. 282.

<sup>53</sup>Cfr. FERRI, JR., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia?*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 373, 2014, p. 40 – 41..

<sup>54</sup>Cfr. HODGE MALEK, POTTS, *Putting the Bank Recovery and Resolution Directive to the test*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2015, p. 8.

grado di appello – che condanna lo Stato al pagamento di un indennizzo<sup>55</sup>. Quanto al caso cipriota, lo strascico giudiziario di maggiore rilievo è costituito dal giudizio, tutt'ora pendente, *Chrysostomides & Co. LLC c. Consiglio* (causa T-680/13)<sup>56</sup>. I convenuti, “vittime” del bail-in cipriota, hanno chiesto al Tribunale presso la Corte il rimborso del danno subito in conseguenza della svalutazione delle loro azioni. L'azione è diretta, in particolare, all'accertamento della responsabilità ex artt. 268, 340, par. 2, e 340, par. 3, TFUE, è a dire le disposizioni che regolano la responsabilità extracontrattuale dell'Unione. I ricorrenti sostengono, tra l'altro, proprio che il bail-in contrasta con l'articolo 17, par. 1, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea e con l'art. 1, protocollo 1, della Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali (che tutelano il diritto di proprietà), nonché con i principi di proporzionalità, di tutela del legittimo affidamento e di non discriminazione.

Non è difficile prevedere che, quale che sia l'esito della controversia, la pronuncia del Tribunale costituirà un leading case in tema di rapporti tra interesse economico privato e interesse pubblico alla stabilità finanziaria.

Quanto alla disciplina interna della crisi, significativamente il d.lgs. 180/2015 (art.99) stabilisce che agli enti sottoposti a risoluzione non si applicano le disposizioni dettate dagli articoli 2343, co.1 e 3 (conferimenti in natura), 2365 (assemblea straordinaria), 2376 (assemblee speciali), 2436 (deposito e iscrizioni delle modificazioni dello statuto), 2437-sexies (valutazione azioni in caso di recesso), 2441 (opzione), 2443, 2445, 2446, 2447 c.c. (in tema di operazioni sul capitale).

Ne emerge un quadro di severa compressione dei diritti dei soci che supera

---

<sup>55</sup>La Commissione con la decisione C (2013) 1053 del 22.2.2013 ha ritenuto compatibili con la disciplina degli aiuti di Stato il bail-in disposto dal governo dei Paesi Bassi. La decisione della commissione è stata però impugnata e la controversia pende dinanzi alla Corte di Giustizia (*Adorisio v Commissione*, Causa T-321/13)

<sup>56</sup>Tra i convenuti, oltre al Consiglio, ci sono Commissione europea, Unione europea rappresentata dalla Commissione europea, ma anche l'Eurogruppo (rappresentato dal Consiglio dell'Unione europea, dal momento che si tratta di una struttura semi-informale, priva del potere di stare in giudizio) e la Banca centrale europea.

quella prevista per le imprese di diritto comune dall'art. 182-sexies l.f.

L'altro problema cui si è fatto cenno si pone con riguardo alla disciplina transitoria del debito. C'è da chiedersi se sia conforme al diritto dell'Unione e alla Costituzione italiana che coloro che erano creditori di una banca prima dell'introduzione della BRRD possano essere tenuti a sopportare le conseguenze del bail-in. Sul punto, si pensi agli obbligazionisti (subordinati e non): per esigenze di certezza del diritto e di parità di trattamento non sembra possibile ipotizzare che chi ha sottoscritto un titolo nella vigenza di un regime che non conosceva la conversione forzata dei crediti in capitale sia tenuto a sopportare le conseguenze del nuovo istituto.

I dubbi, è bene evidenziarlo, non riguardano la perdita del credito che, verosimilmente, si sarebbe avuta anche se la banca insolvente fosse stata liquidata, anziché risolta.

La questione è delicata se si ha riguardo al fatto che il provvedimento che svaluta le passività della banca cancella un rapporto giuridico dall'ordinamento (quello tra la banca debitrice e il suo creditore "azzerato") privando il creditore della possibilità di insinuarsi al passivo della banca e, così, aggirando il disposto dell'art. 2740 c.c.

In altri termini, con il provvedimento che dispone la svalutazione il creditore azzerato (ad es., un obbligazionista) perde non solo il diritto di credito, ma anche la possibilità di agire in sede concorsuale e così coltivare l'aspettativa - remota, ma non esclusa a priori - che la banca debitrice venga a disporre di nuovi beni su cui soddisfarsi in futuro.

10. È noto che parte del debito obbligazionario delle grandi banche è disciplinato da leggi diverse da quella dello Stato in cui la banca ha sede. La questione è già conosciuta in dottrina come *Metliss problem*, dal nome di uno dei primi casi di conflitto tra giurisdizioni sull'applicazione della disciplina del debito<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup>Cfr. GLEESON, *ivi*; v. *National Bank of Greece and Athens S.A. v Metliss* [1958] A.C. 509

È vero che la BRRD trova applicazione in tutti gli Stati dell'Unione, ma il problema può porsi con riferimento a casi in cui la legge che governa il debito sia extraeuropea, come nell'ipotesi di prestito obbligazionario disciplinata dalla legge di uno Stato degli USA. Invero, la direttiva si occupa del problema ma si limita ad auspicare che per assicurare la possibilità di svalutare o convertire passività in «paesi terzi» un'apposita previsione sia inserita nei «contratti disciplinati dal diritto dei paesi terzi». In fin dei conti, questa è la funzione principale dei CoCos di cui si è detto, ma l'esperienza (anche Argentina) insegna che ciò potrebbe non essere sufficiente.

11. Le prime procedure di risoluzione italiane hanno visto la luce con quattro provvedimenti adottati dalla Banca d'Italia il 21 novembre 2015, e poi approvati dal Ministro dell'Economia e delle Finanze il 22 novembre 2015. Con questi provvedimenti è stato disposto l'avvio della risoluzione di quattro banche italiane già in amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 70, comma 1°, lett. a) e b) t.u.b.<sup>58</sup>.

Si tratta di banche che la Banca d'Italia definisce di «dimensione piccola o media, aventi nel complesso una quota del mercato nazionale dell'1 per cento circa in termini di depositi»<sup>59</sup>.

Le misure di risoluzione si sono articolate secondo lo schema che segue.

In primo luogo è stata disposta la separazione delle poste di bilancio buone da quelle cattive. Le attività buone (i.e. tutte le attività diverse dai «prestiti in sofferenza») sono state conferite in tante «banche ponte» (c.d. bridge bank) quante sono le banche sottoposte a risoluzione. Le banche ponte, quali

---

<sup>58</sup>Si tratta delle già richiamate Banca delle Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti. Cfr. i già menzionati provvedimenti della Banca d'Italia nn. 1241012, 1241013, 1241014, 1241015 tutti del 21 novembre 2015 disponibili su <http://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/index.html>

<sup>59</sup>Cfr. Banca d'Italia, Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara, comunicato del 22 novembre 2015, disponibile sul sito dell'Autorità.

cessionarie dell'azienda bancaria, succedono alle banche poste in risoluzione nei rapporti con i depositanti, con i correntisti e negli altri rapporti; inoltre, le banche ponte mantengono il nome delle loro danti causa preceduto dall'aggettivo «nuova» (Nuova Banca delle Marche, Nuova Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara e Nuova Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti). I nuovi soggetti sono società per azioni soggette a controllo pubblico destinato ad essere mantenuto solo per un periodo di tempo limitato: l'obiettivo di medio periodo dell'azione di risoluzione è, infatti, vendere le banche ponte con procedure di evidenza pubblica. Il capitale delle quattro banche ponte è stato costituito con l'intervento di un «Fondo di risoluzione» costituito ad hoc dalla Banca d'Italia e alimentato con risorse provenienti da altre banche (Intesa Sanpaolo, Unicredit, UBI Banca).

In secondo luogo, la Banca d'Italia ha disposto la trasformazione delle quattro banche originarie in «contenitori residui in cui sono confinate le perdite e la loro copertura», immediatamente ponendole in liquidazione coatta amministrativa.

Contestualmente alle attività appena descritte è stata creata un'unica banca cattiva (c.d. bad bank), priva di autorizzazione all'esercizio di attività bancaria, cui sono state trasferite le perdite non assorbite dalla svalutazione delle azioni e dalle obbligazioni subordinate. Anche la bad bank si giova di un apporto ad hoc, ancora una volta erogato dal fondo di risoluzione (che ha fornito alla banca cattiva anche la necessaria dotazione di capitale).

Per la gestione delle passività la Banca d'Italia ha, infine, programmato di trasferire i prestiti in sofferenza (prudenzialmente svalutati da 8,5 a 1,5 miliardi) a «specialisti nel recupero crediti», annunciando che la banca cattiva rimarrà operativa «solo per il tempo necessario a vendere o a realizzare le sofferenze in essa inserite»<sup>60</sup>.

La novità è che l'operazione - per ora - non prevede un impegno finanziario

---

<sup>60</sup>Cfr. ancora Banca d'Italia, nota che precede, 2.



diretto da parte dello Stato. A sopportare le perdite della crisi bancaria e delle attività di risoluzione sono, infatti, in primis gli azionisti delle quattro banche originarie, le cui pretese quali residual claimants sono state azzerate e i diritti amministrativi neutralizzati, e alcuni obbligazionisti<sup>61</sup>.

Quest'ultima misura, in particolare, è stata adottata dalla Banca d'Italia subito dopo l'avvio della risoluzione con quattro provvedimenti - uno per ciascuna banca - che hanno imposto «la riduzione integrale delle riserve e del capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare, nonché del valore nominale degli elementi di classe 2<sup>62</sup>, computabili nei fondi propri, con conseguente estinzione dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali»<sup>63</sup>.

Si tratta di una prima, parziale, applicazione dello strumento del bail-in.

È un'applicazione del bail-in perché è la Banca d'Italia ha disposto la svalutazione delle azioni e di alcune obbligazioni (subordinate)<sup>64</sup>. È un'applicazione parziale perché non c'è stato esercizio del potere di conversione dei crediti in capitale: i provvedimenti di Banca d'Italia non hanno, infatti, inciso i diritti dei creditori diversi dai titolari di strumenti di classe 2, né i diritti di quei creditori la cui pretesa è assistita da una causa legittima di prelazione. Inoltre, non si è trattato di bail-in in senso pieno perché la risoluzione non ha toccato i diritti dei

---

<sup>61</sup>In generale sulla scelta «politica» sottesa all'opzione legislativa di trattare gli azionisti di una s.p.a. come *residual claimants* v. ANGELICI, *La società per azioni – Principi e problemi*, Trattato Cicu-Messineo, 1\*, Milano, 2012, 13 e 42 ss. In ogni caso gli azionisti avrebbero avuto sorte analoga anche se fosse stata disposta la liquidazione coatta *tout court* delle quattro banche. Più delicata, sotto questo profilo, è la questione dell'impatto della nuova disciplina sul debito: cfr. paragrafo 9.

<sup>62</sup>Mentre il patrimonio di classe 1 (*Tier 1*) è formato, secondo le regole di Basilea, da utili non distribuiti e riserve, oltre che dalle azioni ordinarie, gli elementi di classe 2 (*Tier 2*) sono essenzialmente obbligazioni con scadenza a lungo termine, utilizzabili per coprire perdite derivanti della banca. Per consultare i provvedimenti v. ancora <http://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/index.html>

<sup>63</sup>V. le considerazioni svolte al paragrafo 9.

<sup>64</sup>Il termine si trae dall'art. 17, comma 7, t.u.b. e dal primo comma dell'art. 2411 c.c. Si chiamano obbligazioni, ma si tratta in sostanza di strumenti di quasi capitale giacché il rimborso è postergato secondo un meccanismo analogo a quello della postergazione dei finanziamenti dei soci nelle s.r.l.

depositanti titolari di depositi di ammontare superiore a Euro 100.000<sup>65</sup>.

In disparte il meccanismo di svalutazione del capitale e di alcuni debiti di cui si è detto nei paragrafi che precedono, si può osservare che nel caso in esame il costo della risoluzione è stato sostenuto – in massima parte – non da azionisti e creditori (i.e. obbligazionisti), ma dal fondo di risoluzione cui si è fatto cenno, alimentato con i contributi di tre banche italiane (Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca, che hanno erogato al Fondo circa Euro 3,6 miliardi). La parte più consistente di questo importo è stata concessa al fondo nazionale di risoluzione tramite finanziamenti a tassi di mercato e con scadenza entro 18 mesi; finanziamenti, questi ultimi, che dovranno essere rimborsati dal fondo nazionale facendo ricorso, per una parte, all'attivo realizzato nell'ambito della risoluzione e, per altra parte, secondo un meccanismo più complesso, di cui si dirà.

Una parte dei finanziamenti erogati è assistita da una garanzia assunta dalla Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.<sup>66</sup>. La funzione della garanzia è di consentire al fondo nazionale di risoluzione di rimborsare i finanziamenti ottenuti nell'eventualità che la dotazione del fondo stesso si riveli insufficiente alla scadenza. In ogni caso, è bene rilevarlo in funzione di quanto si dirà sulla disciplina degli aiuti di Stato, la garanzia rilasciata da Cassa Depositi e Prestiti in favore del fondo nazionale è onerosa e non esonera il fondo dall'obbligo di rimborsare alla Cassa quanto quest'ultima dovesse essere chiamata a pagare alle tre banche finanziatrici.

Si deve avvertire che il fondo utilizzato per garantire la transizione alle banche in crisi non è il fondo unico di risoluzione previsto nell'ambito del Single

---

<sup>65</sup>Mentre la svalutazione di tali depositi potrà essere disposta dopo il 1 gennaio 2016. Quanto al caso di specie, come è noto, se anche la risoluzione fosse intervenuta dopo il 1 gennaio 2016, i depositanti titolari di depositi di importo inferiore o pari a Euro 100.000 avrebbero comunque conservato i loro diritti in virtù della garanzia dei depositi, che prevede che il rimborso dei depositi entro il predetto importo sia a carico dei sistemi di garanzia dei depositi. In Italia il sistema è stato attuato mediante la costituzione di un consorzio interbancario riconosciuto dalla legge. Si tratta del Fondo Interbancario di Garanzia dei Depositi di cui agli artt. 96-bis e ss. t.u.b., come modificati dal decreto legislativo 24 marzo 2011, n. 49, recante «attuazione della direttiva 2009/14/CE, che modifica la direttiva 94/19/CE, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi per quanto riguarda il livello di copertura e il termine di rimborso».

<sup>66</sup>Al dicembre 2015, il Ministero dell'Economia e delle Finanze detiene l'80,1% del capitale, mentre il 18,4% è posseduto da un Fondazioni di origine bancaria. Il restante 1,5% di capitale è costituito da azioni proprie.

Resolution Mechanism (i.e. il Single Resolution Fund disciplinato dal Regolamento 806/2014/UE e operativo dal 1 gennaio 2016), né il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi<sup>67</sup>.

Si tratta, invece, di un patrimonio autonomo che la Banca d'Italia ha costituito ad hoc con provvedimento 18 novembre 2015 applicando, per la prima volta, le previsioni del d.lgs. 180/2015. L'art. 78 d.lgs. 180/2015, rubricato «Fondi di risoluzione», prevede che «per permettere di realizzare gli obiettivi della risoluzione», la Banca d'Italia possa istituire uno o più fondi di risoluzione, alimentati con contributi versati dalle banche aventi sede legale in Italia e dalle succursali italiane di banche extracomunitarie. Per espressa previsione di legge, quale che sia la fonte che alimenta il Fondo nazionale di risoluzione, esso costituisce un patrimonio autonomo (non solo da quello della Banca d'Italia, ma ovviamente anche da ogni altro patrimonio, compreso quello del FITD)<sup>68</sup>.

Poiché il fondo non può essere alimentato con risorse pubbliche, è necessario che a fornire la dotazione finanziaria necessaria siano le banche stesse. Si tratta, evidentemente, delle banche in bonis, ma la legge non esclude che il Fondo possa essere alimentato con risorse provenienti da banche in risoluzione (si

---

<sup>67</sup>La precisazione è necessaria. Infatti, sia la direttiva BRR (artt. 45, 100 e 109) che la direttiva DGS (artt. 9, 10 e 11) prevedono che gli schemi di garanzia dei depositi possano avere un ruolo nella crisi bancaria, anche provvedendo al sostegno finanziario delle operazioni avviate nell'ambito di una risoluzione. Tuttavia non c'è osmosi tra il nostro attuale sistema di garanzia dei depositi (FITD) e il Fondo nazionale di risoluzione appena istituito dalla Banca d'Italia. Il rischio di confondere i piani sta nel fatto che la Banca d'Italia *può* delegare la gestione dei fondi di risoluzione, in tutto o in parte, ai sistemi di garanzia dei depositanti di cui all'art. 96-bis t.u.b. e, quindi, al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi istituito in Italia (cfr. artt. 78, comma 3°, e 80 d.lgs. 180/2015). Si tratta, peraltro, di previsioni del tutto in linea sia con la disciplina statutaria del FITD, ove è previsto che esso possa intervenire anche con misure di sostegno (v. artt. 28 e 29 Statuto), sia pure con la storia del FITD, poiché esso è intervenuto in numerose operazioni di salvataggio bancario del passato, indipendentemente dall'attivazione della garanzia dei depositi fino a Euro 100.000. Nel caso di specie, peraltro, il mancato intervento del FITD si deve all'opposizione della Commissione UE la quale ritiene gli interventi dei fondi di garanzia possano costituire una violazione della disciplina degli aiuti di Stato.

<sup>68</sup>L'assunto trova conferma nello stesso art. 78, comma 2°, d.lgs. 180/2015 ove è espressamente previsto che il Fondo nazionale di risoluzione: (i) risponde esclusivamente delle obbligazioni contratte per l'esercizio delle funzioni previste per lo stesso dal d.lgs. 180/2015; (ii) su di esso non sono ammesse azioni dei creditori della Banca d'Italia o nell'interesse degli stessi, né quelle dei creditori dei soggetti che hanno versato le risorse raccolte nei fondi o nell'interesse degli stessi.

pensi ad es., alle eventuali attività realizzate nel caso di vendita della good bank “risolta”).

Il Fondo costituisce un’applicazione pratica del principio secondo cui le banche in crisi non possono più essere finanziate dallo Stato, ma solo dal “loro mercato” (burden sharing). In questo senso il meccanismo di cui all’art. 78, comma 1°, d.lgs. 180/2015 prevede che i fondi di risoluzione siano alimentati da:

a) «contributi ordinari» che le banche obbligate devono versare, ai sensi dell’art. 82 d.lgs. 180/2015, con cadenza annuale;

b) «contributi straordinari» che, ai sensi dell’art. 83 d.lgs. 180/2015, le stesse possono essere chiamate a versare se la dotazione finanziaria del Fondo nazionale di risoluzione non è sufficiente a sostenere le misure di risoluzione.

c) prestiti e altre forme di sostegno finanziario, quando i contributi ordinari non sono sufficienti a coprire le perdite, i costi o le altre spese sostenuti e i contributi straordinari non sono prontamente disponibili o sufficienti;

d) somme versate dall’ente sottoposto a risoluzione o dall’ente-ponte, interessi e altri utili derivanti dai propri investimenti.

Nel caso in esame, il Fondo nazionale - istituito ad appena due giorni dall’entrata in vigore del d.lgs.180/2015 - non disponeva delle risorse provenienti dai contributi delle banche obbligate a versarli, per l’ovvia ragione che gli stessi non erano, a quella data (18 novembre 2015), stati ancora versati.

Una prima dotazione al Fondo nazionale di risoluzione è quindi giunta da contributi versati subito dopo la sua costituzione (22 novembre 2015). Qui si colloca l’intervento di sostegno di Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca, le quali hanno versato immediatamente e, in parte, in anticipo sulle future scadenze, i contributi ordinari e i contributi straordinari previsti dagli artt. 82 e 83 d.lgs. 180/2015.

Poiché il versamento anticipato dei predetti contributi non ha consentito di dotare il Fondo della provvista sufficiente, la Banca d’Italia ha anche utilizzato gli strumenti del «prestito» e quello del «sostegno finanziario» di cui all’art. 78,

comma 1°, lett. c) d.lgs. 180/2015, pensati appunto per fare fronte all'insufficienza dei contributi ordinari e straordinari. Ed è qui che si collocano, da un lato, l'ulteriore intervento di finanziamento di Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca (che hanno concesso i predetti finanziamenti con scadenza a 18 mesi); e, dall'altro lato, il sostegno finanziario prestato dalla Cassa Depositi e Prestiti che garantisce, dietro compenso, la solvibilità del Fondo di risoluzione alle date di scadenza dei finanziamenti.

Il Fondo nazionale di risoluzione nasce, dunque, indebitato. La circostanza, in linea di principio, non porrebbe particolari problemi. I futuri contributi ordinari e straordinari cui sono obbligate le banche italiane e le banche extracomunitarie che hanno una organizzazione in Italia, infatti, dovrebbero garantire un accrescimento del patrimonio del Fondo. Tuttavia la disciplina appena introdotta dal d.lgs. 180/2015 deve essere raccordata con quella, cui si è fatto cenno, del Single Resolution Fund (SRF), che inizia le proprie attività il 1 gennaio 2016.

Il versamento delle risorse nel SRF è stato disciplinato a latere del SRM e, in ogni caso, solo da 26 Stati UE (con esclusione di Regno Unito e Svezia) per mezzo di un trattato internazionale denominato «Accordo sul trasferimento e la messa in comune dei contributi al Fondo di risoluzione unico» (IGA) sottoscritto a Bruxelles il 21 maggio 2014<sup>69</sup>.

Il SRF deve raggiungere in otto anni (entro il 2024) una dotazione totale che si stima intorno ai 55 miliardi di Euro, in modo da garantire una liquidità pari ad almeno l'1% dell'importo dei depositi protetti di tutte le banche dei 26 paesi firmatari. In questo quadro, con il provvedimento di ratifica del trattato internazionale (l. 26 novembre 2015, n. 188), il Parlamento italiano ha dato esecuzione all'accordo sul trasferimento.

In particolare, l'IGA all'art. 3 prevede l'impegno dell'Italia «a trasferire in modo irrevocabile» al SRF «i contributi raccolti dagli enti autorizzati nei rispettivi

---

<sup>69</sup>Il testo integrale del trattato è pubblicato in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 277 del 27 novembre 2015.

territori ... », anche quelli raccolti prima della data di applicazione dell'IGA. Ciò pone due rilevanti questioni:

(i) se il legame che tra il Fondo nazionale di risoluzione e il SRF sia suscettibile di legittimare i creditori del Fondo nazionale a rivalersi anche sul SRF (se, cioè, il trasferimento dei contributi nazionali al SRF implichi una qualche vicenda successoria tra i due fondi, posto che lo Stato italiano si è obbligato a trasferire nel SRF i contributi raccolti a livello nazionale);

(ii) se prima, o dopo, il formale avvio del SRF (1 gennaio 2016), le banche obbligate a versare i contributi nel Fondo nazionale di risoluzione (e che li hanno già versati, data la richiesta di anticipo della Banca d'Italia) possano rifiutarsi di contribuire al Fondo nazionale, essendo obbligate a contribuire al SRF<sup>70</sup>.

Quanto alla prima questione, sebbene le disposizioni richiamate non implicino necessariamente un fenomeno di natura successoria, non si può escludere che le pretese verso il Fondo nazionale possano essere fatte valere anche nei confronti del SRF se – ed una volta che – la dotazione patrimoniale del primo sia trasferita al secondo in esecuzione del trattato internazionale<sup>71</sup>.

Riguardo al secondo problema, si deve concludere che la Banca d'Italia può chiedere (come ha fatto) alle banche obbligate di versare i contributi, anche straordinari, per coprire gli impegni assunti dal Fondo fino al 31 dicembre 2015, cioè per tutto il periodo che precede l'inizio delle attività del SRF<sup>72</sup>.

Quanto al periodo successivo al 1 gennaio 2016, la soluzione del problema ha richiesto un intervento del Governo, che ha fatto ricorso alla decretazione d'urgenza. L'art. 2, comma 1°, d.l. 183/2015, infatti, sembra dettato proprio per

---

<sup>70</sup>Questo problema, in particolare, riguarda la più ampia questione della «capacità impositiva» della Banca d'Italia.

<sup>71</sup>In questo senso sembra deporre l'art. 3 IGA, ratificato con legge interna il 26 novembre 2015, che prevede espressamente un meccanismo di trasmissione dei fondi già raccolti a livello nazionale nel SRF, così lasciando intendere che si tratta delle *stesse* risorse

<sup>72</sup>Se, infatti, così non fosse, le previsioni contenute nel d.lgs. 180/2015 in tema di finanziamento della risoluzione perderebbero di senso e, forse, sarebbe frustrata la ratio stessa della disciplina contenuta nella BRRD. Peraltro, la disciplina della separazione patrimoniale del Fondo nazionale e il particolare regime di responsabilità verso i terzi che si sono sopra richiamati non avrebbero alcun senso se l'autorità di risoluzione non avesse il potere di alimentare il Fondo.

eliminare ogni dubbio circa l'esistenza del potere della Banca d'Italia di imporre alle banche obbligate di alimentare il Fondo nazionale anche dopo il 1 gennaio 2016, ove necessario<sup>73</sup>.

I profili problematici dell'operazione non si esauriscono qui. Si deve infatti evidenziare che l'intervento del Fondo nazionale di risoluzione ha imposto di sottoporre l'operazione al vaglio della Commissione europea per valutarne la compatibilità con la disciplina degli aiuti di Stato. Sebbene le risorse attratte nel Fondo nazionale di risoluzione siano di provenienza privata, l'intervento del Fondo a sostegno delle quattro banche ponte integra un'ipotesi di aiuto di Stato in quanto disposto da un'autorità pubblica<sup>74</sup>.

Si è detto che nei quattro casi in esame la Commissione ha espresso parere favorevole alle operazioni di risoluzione in base all'art. 107 e, in particolare, in relazione agli aiuti di cui al paragrafo 3, lett. b) TFUE<sup>75</sup>. La richiamata disposizione del Trattato prevede che possano essere compatibili con il mercato interno «gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia

---

<sup>73</sup>V. art. 2 d.l. 183/2015: «1. Dopo l'avvio del Meccanismo di risoluzione unico ai sensi dell'articolo 99 del regolamento (UE) n. 806/2014, fermi restando gli obblighi di contribuzione al Fondo di risoluzione unico previsti dagli articoli 70 e 71 del regolamento (UE) n. 806/2014, le banche aventi sede legale in Italia e le succursali italiane di banche extracomunitarie, qualora i contributi ordinari e straordinari già versati al Fondo di risoluzione nazionale, al netto dei recuperi derivanti da operazioni di dismissione poste in essere dal Fondo, non siano sufficienti alla copertura delle obbligazioni, perdite, costi e altre spese a carico del Fondo di risoluzione nazionale in relazione alle misure previste dai Provvedimenti di avvio della risoluzione, versano contribuzioni aggiuntive al Fondo di risoluzione nazionale nella misura determinata dalla Banca d'Italia, comunque entro il limite complessivo, inclusivo delle contribuzioni versate al Fondo di risoluzione unico, previsto dagli articoli 70 e 71 del regolamento (UE) n. 806/2014. Solo per l'anno 2016, tale limite complessivo è incrementato di due volte l'importo annuale dei contributi determinati in conformità all'articolo 70 del regolamento (UE) n. 806/2014 e del regolamento di esecuzione (UE) n. 2015/81

<sup>74</sup>Peraltro, l'autorizzazione della Commissione era vieppiù necessaria in ragione dell'intervento, ancorché indiretto ed eventuale, della Cassa Depositi e Prestiti, quale garante delle obbligazioni assunte dal Fondo nazionale nei confronti dei suoi primi finanziatori

<sup>75</sup>Cfr. le decisioni della Commissione europea SA.43547 per Cassa di risparmio della Provincia di Chieti S.p.A.; SA.41925 per Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A.; SA.41134 per Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio - Soc. Coop. e SA.39543 per Banca delle Marche S.p.A.

di uno Stato membro»<sup>76</sup>.

Nel caso in esame la Commissione ha quindi ritenuto l'intervento del Fondo nazionale di risoluzione e la garanzia della Cassa Depositi e Prestiti funzionali a rimediare a un grave turbamento dell'economia italiana<sup>77</sup>. Non si tratta di decisioni isolate. Esiste, sul punto, un precedente (italiano): la decisione SA.41924 del 2 luglio 2015 con cui la Commissione non si è opposta alle misure di risoluzione – sui generis, in quanto precedenti al recepimento della BRRD – adottate dalla Banca d'Italia in relazione a Banca Romagna Cooperativa.

Anche in quel caso la base giuridica dell'ammissibilità dell'aiuto di Stato era stata individuata nell'art. 107, paragrafo 3, lett. b) TFUE. E si tratta di un precedente certamente rilevante, anche in ragione delle obiettive similitudini tra le azioni di risoluzione adottate per la crisi di Banca Romagna Cooperativa e quelle attuate per le quattro banche risolte nel novembre 2015, giacché anche nel caso di Banca Romagna l'operazione aveva avuto inizio con la separazione delle attività del patrimonio delle banche per isolare i crediti in sofferenza<sup>78</sup>.

---

<sup>76</sup>Sul punto v. Commissione, comunicazione 2013/C 216/01 *relativa all'applicazione dal 1 agosto 2013 delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, pubblicata il 31 luglio 2013; S. FORTUNATO, *Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionali*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2010, 379 ss.; CROCI, *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario*, in *Diritto unione. eur.*, I, 2014, 733 ss., per i rinvii alle comunicazioni che hanno preceduto quella del 2013.

<sup>77</sup>Un altro caso assimilabile a quelli richiamati è descritto nella decisione della Commissione SA.41503 16 aprile 2015 e relativo alle attività di risoluzione della banca greca Panellinia Bank, dove pure la risoluzione è iniziata con la separazione delle attività della banca che sono state in parte trasferite ad altra banca e, quanto alle attività deteriorate, gestite con il sostegno dal fondo greco di garanzia dei depositi ( ). (77) V. il comunicato della Bank of Greece, *Transfer to Piraeus Bank of assets and liabilities of Panellinia Bank according to Law 4261/2014*, 17 aprile 2015, disponibile su [www.bankofgreece.gr](http://www.bankofgreece.gr).

<sup>78</sup>Ovviamente c'è anche qualche piccola differenza. Nel caso di Banca Romagna, infatti, parte delle attività e delle passività sono state conferite ad un'altra banca del settore cooperativo, e non, come è da ultimo accaduto, ad una banca ponte costituita ad hoc. Le attività deteriorate invece - i c.d. non performing loans – analogamente a quanto è avvenuto da ultimo, sono stati lasciati nella banca cattiva, immediatamente posta in liquidazione coatta amministrativa. L'ente in l.c.a. ha ora l'obiettivo di recuperare i crediti deteriorati, sui quali è stata prestata una garanzia dal fondo di garanzia per il credito cooperativo (l'omologo del FITD in ambito cooperativo), che, in caso di escussione, diverrà l'unico creditore della società in liquidazione coatta.

Un'altra differenza è che nel caso di Banca Romagna Cooperativa non c'è stato un intervento di fondi di risoluzione. Ciò non si deve, tuttavia, ad una scelta della Banca d'Italia, ma al fatto che tali fondi non potevano essere costituiti dalla Banca d'Italia, essendo un tale potere stato introdotto solo a partire dal 16 novembre 2015.



Ciò ha per conseguenza che, alla luce della pur scarsa casistica sul punto, la risoluzione attuata per mezzo di separazione patrimoniale con garanzia – più o meno pubblica – sulle attività deteriorate conferite in una bad bank non sia da considerare necessariamente come posta in essere in violazione della disciplina degli aiuti di Stato, sempre che ricorra la necessità di «porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro», la quale necessità può ricorrere, stando al caso di specie, anche se il dissesto riguarda banche di «dimensione piccola o media, aventi nel complesso una quota del mercato nazionale dell'1 per cento circa in termini di depositi»<sup>79</sup>.

### **Edoardo Rulli**

*Ricercatore a tempo determinato di diritto commerciale  
nell'Università degli Studi Niccolò Cusano di Roma*

---

<sup>79</sup>Cfr. Banca d'Italia, Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara, comunicato del 22 novembre 2015, disponibile sul sito dell'Autorità

**LE RICADUTE DELLA NUOVA DISCIPLINA  
IN MATERIA DI ABUSI DI MERCATO SUL PROCESSO DI  
UNIFICAZIONE DEI SISTEMI SANZIONATORI:  
VERSO UNA REGOLAZIONE EUROPEA OMOGENEA\*?**

*(The impact of new legislation regarding market abuse on the process of harmonization of sanction system: a trend towards a homogeneous european regulation?)*

**ABSTRACT:** *The ever increasing importance which legislations in all Member States of the EU have been acquiring, seems to be particularly relevant with regard to the topic of market abuse, given that said legislation, far from being an effective instrument of dissuasion and prevention of financial crimes, is still characterized by a certain degree of ambiguity, mainly ascribable to the wide leeway granted to national legal systems, not to mention the still lacking homogeneity between sanctions or administrative measures taken and repression of this criminal phenomenon.*

*Since 2014, that is to say with the enforcement of the so-called Market Abuse Directive (MAD II) along with the Market Abuse Regulation (MAR), this set of Rules has shown, however, a methodological change which might significantly reduce the distortions contained in the previous system.*

*Specifically, counteraction to market abuse has been generally strengthened, through a complex enforcement, characterized by unpremeditated prescriptiveness for Member States and directed both towards a typification of conducts, complementary criminal hypotheses, and the identification of a minimum penalty to be inflicted for such crimes.*

*European legislation, as we shall see, despite the adoption of new*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*measures, has inevitably left several crucial aspects, linked with financial crimes, unsolved, disappointing the expectations of many for a new reform. In particular, in the Italian Legal System, the abovementioned Directive has not brought about any relevant systemic modification – taking into account, for instance, that the most offensive and serious cases foreseen in Criminal Law, are by no means a novelty – failing to consider certain aspects which deserved greater attention, such as the much debated aspect of insider trading and the relationship between criminal and administrative offences. Therefore, the choice not to introduce a net distinction has been a missed opportunity to solve and overcome the problem of accumulation of penalties in Italy, above all due to the close connection with the principle of *ne bis in idem*.*

*On the whole, the MAD II Directive is, rather than a point of arrival, a further step towards a wider European plan of harmonization of criminal law among Member States; harmonization is quite late in this sector, despite enforcement of the Directive, as well as the deadline for the adjustment of national systems to the guidelines given by the Directive, foreseen for next year.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. La Direttiva MAD2 (Direttiva 2014/57/UE) e il Regolamento MAR (Regolamento n.596/2014) in materia di abusi di mercato. – 3. Individuazione delle fattispecie penalmente punibili ed eventuale abbandono del “doppio binario” sanzionatorio. – 4. Quali prospettive per il sistema italiano? – 5. Conclusioni.

1. Quando si parla di “mercati in transizione” – i quali forniscono l’esatta rappresentazione di un sistema, come quello finanziario, caratterizzato da un forte grado di disorganicità e complessità nell’emanazione di disposizioni normative e regolamentari, si mette in chiara luce l’importanza sempre crescente delle dinamiche di matrice europea in relazione alle legislazioni degli Stati membri dell’Unione e, di contro, la varietà che contraddistingue i sistemi sociali ed economici (soprattutto quelli locali) in cui operano i mercati finanziari; fattori questi ancora ben lontani, almeno nell’immediato futuro, dal facilitare un

processo evolutivo in senso stretto, quale condizione indicativa di un cambiamento in continuità.

Legislazioni e culture di vigilanza non integrate creano, nei fatti, elementi di segmentazione impedendo di cogliere pienamente i benefici del mercato unico in termini di efficienza, concorrenza, minore costo dell'intermediazione e diversificazione del rischio. Tali effetti distorsivi divengono ancor più evidenti in momenti di crisi, allorquando la stabilità dei rispettivi sistemi bancari appare meglio perseguibile, o soltanto, all'interno di frontiere nazionali.

Tenendo ben chiara, dunque, la necessità di adeguare l'attuale quadro operativo ai mutamenti istituzionali in corso, non si può disconoscere tuttavia la sussistenza di nicchie di mercato in cui il processo di armonizzazione dei sistemi e delle procedure stenta ad abbandonare quella dimensione, come si diceva prima, nazionale per assumere una portata ben più ampia. Condizione questa che trova terreno favorevole, in particolar modo, in materia di illeciti finanziari.

Le considerazioni che seguiranno, al fine di porre in rilievo le criticità che un siffatto sistema può ingenerare, prenderanno l'abbrivio proprio dalle difficoltà ancor oggi esistenti nel quadro legislativo e regolamentare che dovrà disegnare l'architettura dei futuri mercati finanziari, laddove gli abusi di mercato possono seriamente lederne l'integrità e compromettere la fiducia del pubblico nei valori mobiliari, negli strumenti derivati e negli indici di riferimento (*benchmarks*).

Ad aprile del 2014 il legislatore comunitario emana due importanti provvedimenti in tema di *market abuse*<sup>1</sup>, i quali vanno a riallacciarsi tra di loro imponendo all'interprete una chiave di lettura combinata<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup>Il 17° *Considerando* della Direttiva 2014/57 precisa che l'applicazione della medesima debba avvenire all'interno del quadro normativo delineato dal Regolamento n.596/2014. A quest'ultimo è, infatti, affidata l'opera di riformulazione organica della disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato; riformulazione che si rende necessaria alla luce dei recenti sviluppi legislativi, tecnologici e di mercato (3° *Considerando*), i quali hanno reso obsoleta la precedente Direttiva 2003/6, di cui lo stesso art. 37 del MAR esplicitamente dispone l'abrogazione.

<sup>2</sup>In tal senso, è opportuno considerare il Regolamento e la Direttiva in commento quali strumenti inscindibilmente legati tra loro e volti ad un unico fine, e non certo quali atti normativi indipendenti. Che il rapporto tra di essi sia tale, è suffragato dalla data di entrata in vigore prevista per il 3 luglio 2016 (a parte alcune eccezioni, per il Regolamento, riguardanti una serie di

La novità apportata dalla Direttiva 2014/57/UE (c.d. MAD2) – la quale delimita, per la prima volta, dei concetti funzionali alla definizione delle condotte criminose (*i.e.*, abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, istigazione, favoreggiamento, concorso e tentativo a commettere tali reati)<sup>3</sup> – riguarda l’elaborazione di uno standard di armonizzazione penale minima, in tema di abusi di mercato<sup>4</sup>, con un intervento legislativo che è stato determinato dalle modalità fortemente disomogenee e, soprattutto, scarsamente incisive, con cui numerosi ordinamenti avevano dato attuazione alla precedente Direttiva 2003/6/CE, sempre in tema di abusi di mercato e a quelle ad essa collegate<sup>5</sup>.

In particolare la MAD1, fatto salvo il diritto degli Stati membri di irrogare sanzioni penali, aveva imposto la predisposizione di opportune misure e sanzioni amministrative per scongiurare il verificarsi di comportamenti riconducibili alla generale categoria degli abusi di mercato, in un’ottica di rafforzamento dei compiti assegnati agli organi di vigilanza.

---

disposizioni, applicabili a fare data dal 2 luglio 2014) con riferimento ad entrambi. Non solo, lo stesso art.13 della Direttiva dispone che «*gli Stati membri applicano tali disposizioni a decorrere dal 3 luglio 2016 con riserva dell’entrata in vigore del regolamento (UE) n 596/2014*», ad ulteriore conferma della stretta interdipendenza tra gli atti in esame.

La *ratio* di siffatti provvedimenti è quella di uniformare, a livello comunitario, il trattamento penale ed amministrativo riservato alle condotte più gravi integranti i reati di abuso di mercato, attraverso specifiche indicazioni su alcuni aspetti delle sanzioni amministrative pecuniarie, che l’Autorità competente (nel nostro caso la CONSOB) dovrà emanare, nonché disposizioni riguardanti rapporti di cooperazione fra essa e le corrispondenti autorità estere.

<sup>3</sup>In tal modo si esprime il legislatore comunitario al 7° *Considerando* del Regolamento MAR definendo univocamente l’abuso di mercato come quel « [...] *concetto che comprende le condotte illecite nei mercati finanziari e ai fini del presente regolamento dovrebbe essere inteso come abuso di informazioni privilegiate, comunicazione illecita di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato. Tali condotte impediscono una piena ed effettiva trasparenza del mercato, che è un requisito fondamentale affinché tutti gli attori economici siano in grado di operare su mercati finanziari integrati*».

<sup>4</sup>Essa risponde al dettato del secondo paragrafo dell’art.83 del TFUE che prevede la possibilità di adottare, mediante direttive, norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni «*allorché il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli stati membri in materia penale si rivela indispensabile per garantire l’attuazione efficace di una politica dell’Unione in un settore che è stato oggetto di armonizzazione*».

<sup>5</sup>A seguito dell’analisi operata dal c.d. “Gruppo di Lavosère”, incaricato di valutare l’efficacia dissuasiva e preventiva dei vigenti sistemi normativi nazionali in tema di *market abuse*, il regolatore europeo ha optato per un generale rafforzamento normativo del contrasto ai fenomeni di abuso di mercato, mediante un intervento complesso finalizzato a dispiegare tanto strumenti di armonizzazione minima quanto strumenti dotati di immediata prescrittività per gli Stati membri.

La materia oggi torna ad interessare il legislatore comunitario a distanza di poco più di un decennio, questa volta con un doppio provvedimento mirante essenzialmente a risolvere le passate criticità

sul presupposto, chiaramente indicato al 5° *Considerando* della Direttiva, secondo cui tanto a livello preventivo quanto repressivo le sanzioni amministrative hanno dimostrato la loro inadeguatezza rispetto all'esigenza di «*garantire il rispetto delle norme intese a prevenire e combattere gli abusi di mercato*»<sup>6</sup>.

Due fondamentalmente i rilievi critici, emergenti dal nuovo impianto sanzionatorio per i quali occorrerà un'azione riformatrice da parte delle autorità preposte e su cui vale la pena soffermarsi.

Il primo, riguarda essenzialmente il profilo dell'efficacia, ovvero le ricadute che un sistema efficiente di sanzioni, correlato ad un idoneo apparato di poteri e di mezzi in mano alle autorità di vigilanza, potrebbero avere sull'equilibrio dei mercati e, non ultimo, sul rapporto con gli investitori.

Va detto, appena accennando a concetti, i quali troveranno nel proseguo della trattazione un maggiore approfondimento, come nessuna delle misure in uso presso i diversi regimi europei sia, allo stato, «*efficace, proporzionata e sufficientemente dissuasiva*» tanto da garantire un'adeguata applicazione dei principi contenuti nella MAD2<sup>7</sup>. Peraltro la palese disorganicità dell'attuale disciplina, soprattutto in merito all'individuazione dei fenomeni di *market abuse*,

---

<sup>6</sup>Da siffatta considerazione di carattere generale, il regolatore comunitario fa discendere le finalità cui è protesa l'azione riformatrice della MAD2 chiaramente espresse nel 6° *Considerando*, ove testualmente si prevede «*È essenziale rafforzare il rispetto delle norme sugli abusi di mercato istituendo sanzioni penali, che dimostrino una forma più forte di disapprovazione sociale rispetto alle sanzioni amministrative. Introducendo sanzioni penali almeno per le forme gravi di abusi di mercato, si stabiliscono confini chiari per i tipi di comportamenti che sono ritenuti particolarmente inaccettabili e si trasmette al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti*».

<sup>7</sup>Nella delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea (Legge di delegazione europea 2014) si statuisce che lo stesso dovrà prevedere che siano individuate condotte dolose gravi di abuso di mercato punibili con sanzioni penali *effettive, proporzionate e dissuasive*, fermo restando un sistema di sanzioni amministrative *proporzionato, efficace e dissuasivo*.

Cfr., Legge 9 luglio 2015, n.114, pubblicata in G.U. n.176 del 31 luglio 2015 (in vigore dal 15 agosto 2015).

comporta, per ognuno degli Stati membri, l'adozione di una propria definizione di comportamenti riconducibili ad ipotesi di reato, conformemente al diritto nazionale proprio di ognuno di essi, con conseguente rischio di un potenziale arbitraggio normativo.

Va da sé che una tale difformità potrebbe spingere determinati operatori a scegliere *trading venues*, o sedi della propria attività, in ragione del regime sanzionatorio "più favorevole", rappresentato cioè da un minor livello – per qualità e quantità – delle sanzioni irrogabili a parità di comportamenti. E' chiaro che il problema si pone principalmente per i reati effettuati nei mercati transfrontalieri, laddove andrebbe richiesta una cooperazione efficiente ed efficace tra le autorità nazionali, oggi in parte ostacolata dalle evidenti divergenze tra le varie normative *ivi* presenti. Senza contare la particolare posizione di alcuni Paesi, come il Regno Unito<sup>8</sup> (una delle più importanti piazze finanziarie europee) e la Danimarca, per i quali non si applicano, né sono vincolanti, i principi contenuti nella nuova MAD2, con inevitabili effetti distorsivi della concorrenza<sup>9</sup>.

Altro elemento di criticità è dato dal difetto di un'univoca area di illiceità delle condotte e dalla divergente applicazione delle relative sanzioni, resa ancor più problematica dalla prevalenza della comminatoria penale su quella amministrativa che lascerebbe ampi margini d'incertezza sull'eventuale spazio da assegnare a quest'ultima. Essa, infatti, risulta essere esplicitamente raccomandata ma non imposta<sup>10</sup>.

Mette conto notare come il riferimento alle «*condotte illecite*» (7° *Considerando* del MAR) non sia stato qualificato dal legislatore comunitario in modo ulteriore, generando un'evidente difficoltà nel dedurre la caratterizzazione nel senso dell'illecito penale, ovvero di quello amministrativo. C'è da dire, peraltro, che la stessa Direttiva prevede delle deroghe al principio generale,

---

<sup>8</sup>Cfr., 29° *Considerando* della MAD2.

<sup>9</sup>Nel medesimo senso il 4° *Considerando* del Regolamento n.596/2014.

<sup>10</sup>Si veda, in particolare, il combinato disposto del 71° e 72° *Considerando* del Regolamento n.596/2014.

contemplando, ad esempio, la facoltà per gli Stati membri di considerare la manipolazione del mercato un “reato”, anche qualora sia commessa con *grave colpa o negligenza* e non soltanto con «*dolo*»<sup>11</sup>.

Ed è proprio in merito alla locuzione “reato” che si evidenziano alcune sostanziali divergenze a seconda degli indici assunti per la sua individuazione nell’ambito dei rispettivi ordinamenti europei; divergenze queste non soltanto terminologiche in quanto non univocamente connotate in chiave penalistica, ma piuttosto allusive all’illecito in senso ampio e suscettibile di sanzione penale – intesa quale pena detentiva – solo se caratterizzato dall’elemento della “gravità” e commesso con “dolo”<sup>12</sup>.

A prescindere dalla valenza penalistica attribuita dal nostro ordinamento al termine “reato” per indicare i “fatti illeciti” (secondo la dizione dei provvedimenti in oggetto), tanto il sistema inglese quanto quello tedesco utilizzano nelle loro versioni il lemma “violazioni” (peraltro poco o punto qualificato) non necessariamente per indicare l’essenzialità del ricorso alla pena criminale. Così come per il vocabolo francese, di portata ancor più generica, il quale si identifica con il concetto di “illiceità” (anche qui non necessariamente penale) solo per effetto dell’attributo “grave” e del riferimento all’“abuso di mercato”<sup>13</sup>.

Ben oltre il dato linguistico, il difetto di un’univoca area di illiceità delle condotte è altresì riconducibile all’ulteriore scelta, operata nel contesto della Direttiva in esame, di lasciar distinta l’ipotesi di “abuso di informazioni privilegiate” – comprensiva delle condotte di c.d. *trading* (realizzata “utilizzando”

---

<sup>11</sup>Cfr., 21° *Considerando* della Direttiva.

<sup>12</sup>A riguardo, il 16° *Considerando* della Direttiva stabilisce che «*affinché le sanzioni previste per i reati di cui alla presente direttiva [id est: per le condotte più gravi, stando alle indicazioni altrove esplicitamente espresse dal Reg. 596/2014 e dalla Direttiva medesima] siano effettive e dissuasive, è opportuno che la presente direttiva preveda un livello minimo per la pena detentiva massima*».

<sup>13</sup>Da segnalare come il 10° *Considerando* imponga agli Stati membri «*di considerare come reati almeno i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate, di manipolazione del mercato e di comunicazione illecita di informazioni privilegiate*», indicando per ognuno di esse un diverso canone di gravità (delle condotte) da sottoporre alle varie tipologie di sanzione.



le informazioni privilegiate)<sup>14</sup> e di *tuyautage* (“raccomandazione o induzione di altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate”), entrambe indicate all’art.3 della Direttiva – da quella di mero *tipping*<sup>15</sup>, ossia di “comunicazione illecita di informazioni privilegiate” (contenuta al successivo art.4), soprattutto ove si consideri il differente trattamento sanzionatorio previsto per ognuna di esse (pena detentiva minima pari ad almeno quattro anni di reclusione, nel primo caso e non inferiore ai due anni, nel secondo).

Stessa prassi è desumibile, inoltre, nelle disposizioni regolamentari del MAR, laddove il concetto di “comunicazione illecita di informazione privilegiata” soggiace ad una disciplina specifica rispetto al concetto di “abuso”, il quale risulta così espressamente limitato alle attività di effettivo utilizzo dell'informazione privilegiata per operazioni sul mercato.

Una siffatta modalità rileva anche sotto un ulteriore profilo.

L’art.6, co.2, della Direttiva nel predisporre che gli Stati membri adottino misure necessarie, affinché il “tentativo” di commettere abusi di mercato siano punibili quali “reati”, si riferisce in modo esclusivo alla condotta di abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato, ma nulla statuisce in ordine al “tentativo” di comunicazione illecita di informazioni privilegiate.

Ci pare di capire dunque come la specifica richiesta di *criminalizzazione*

---

<sup>14</sup>Si rammenti che, ai sensi dell’art.184 TUF, nell’ipotesi di *trading* si richiede un collegamento casuale – sul piano psicologico-motivazionale – tra conoscenza privilegiata e compimento dell’operazione; inoltre la condotta contemplata dalla norma stessa è esclusivamente di tipo attivo e, pertanto, non è oggetto di sanzione penale il c.d. *insider non-trading*, ossia l’ipotesi in cui l’*insider*, sulla scorta di date informazioni privilegiate, si astenga dal porre in essere un’operazione che avrebbe altrimenti realizzato.

Per ulteriori approfondimenti, NAPOLEONI, «*Insider Trading*», in SANTORIELLO (a cura di), *La disciplina penale dell’economia*, Giappichelli, 2008.

<sup>15</sup>Tale condotta vietata trova spazio nel nostro ordinamento all’art.184, co.1, lett.b) TUF e riguarda l’ipotesi di comunicazione delle informazioni ad altri, al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell’ufficio.

E’ d’uopo ricordare che per effetto della natura di *reato di pericolo* del delitto esaminato – così come attribuito dal nostro ordinamento – non occorre che il *tippee*, ovvero il soggetto cui l’informazione è comunicata, sfrutti la stessa (in tale ipotesi, peraltro, la condanna del *tippee* è punibile come illecito amministrativo) ma basterà la sola comunicazione dell’informazione a rendere penalmente responsabile l’*insider*.

venga puntualmente circoscritta agli artt.3, 4, 5 e 6, co.1 della MAD2, restando le rimanenti condotte soggette – in linea di principio – alle sole sanzioni amministrative, in base alla previsione dell'art. 30 del Regolamento<sup>16</sup>.

Non vi è dubbio, allora, che in quadro di sostanziale difformità legislativa gioca un ruolo di primo piano il rafforzamento della vigilanza e della regolazione, attraverso provvedimenti incisivi e di rivisitazione dell'attuale sistema, soprattutto in merito alla dicotomia sanzione penale/sanzione amministrativa, foriera ancora di molteplici dubbi ed incertezze<sup>17</sup> e, non meno importante la ridefinizione delle competenze affidate alle autorità giudiziarie ed a quelle preposte alle indagini e al perseguimento dei reati, dotandoli di efficaci strumenti investigativi, al fine di giungere ad una convergenza degli stessi nell'intera area comunitaria<sup>18</sup>.

## 2. Quale, dunque, il ruolo da attribuire alla futura regolazione?

Partendo dalle argomentazioni appena sviluppate, un aspetto certamente meritevole di adeguata puntualizzazione è rappresentato dalla duplicazione delle condotte da sottoporre alle diverse tipologie di sanzione secondo il canone della "gravità".

Anticipando le conclusioni cui si perverrà a breve, c'è da dire che fermo restando i dubbi circa il reale funzionamento di un siffatto meccanismo sanzionatorio, il quale dispone come gli Stati membri oltre a sanzioni penali,

---

<sup>16</sup>Sul punto, per tutti, BARON, *UE e market abuse: si inaugura la via della criminalizzazione armonizzata*, in *FiLOdiritto* del 9 marzo 2015.

<sup>17</sup>Va adeguatamente ricordato, come più volte ribadito dal Supremo Collegio, che al cospetto di misure di portata *afflittivo/intimidativo* si è sempre in presenza di "materia penale". Al riguardo, sentenza n.196/2010 e più recentemente sentenza n.104/2014 in *Giur. Cost.*, 2014, 1847.

<sup>18</sup>Il Capo IV del MAR dedica particolare attenzione alla figura dell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) ed alle autorità amministrative competenti a livello nazionale. Si riconferma qui la centralità dell'ESMA – soggetto nei confronti del quale è previsto un vero e proprio obbligo di cooperazione – nonché una forma di semplificazione laddove si precisa che ogni Stato membro designa un'unica autorità competente ai fini del regolamento (fatte ovviamente salve le competenze delle autorità giudiziarie).

In particolare, l'art.24 e 25 della Direttiva prevedono un vero e proprio obbligo di cooperazione delle *authorities* nazionali (tra loro e) con l'ESMA, che si manifesta sia sul piano dello scambio di informazioni rilevanti, sia sul piano della reciproca assistenza nel corso di indagini, controllo e applicazione delle norme.

possono prevedere, in aggiunta, sanzioni amministrative per le stesse infrazioni – ancorché raccomandate ma non imposte <sup>19</sup> – un ulteriore rischio di sovrapposizione potrebbe essere dato dall'articolata tabella punitiva delle misure interdittive e delle sanzioni pecuniarie (peraltro alquanto stringenti) contenuta nel MAR all'art.30<sup>20</sup>. Essa, invero, ricomprende reati *tipizzati* meno gravi, stante il tenore letterale del 23° *Considerando*, il quale segnala che per le violazioni del Regolamento le sanzioni potranno essere irrogate «*senza che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi*».

Anche lo schema teorico impresso al Regolamento in esame sembra richiedere un ulteriore ripensamento da parte del legislatore comunitario in ordine alla necessità di un intervento puntuale sulla distinzione tra fattispecie criminose e quelle (meno gravi) integranti l'illecito amministrativo.

A ben guardare, esso segue le cadenze del rapporto *regola-eccezione*, per cui all'art.8 viene tratteggiata la figura generale dell'«*abuso di informazioni privilegiate*» distinguendola dalle ipotesi eccezionali di «*condotta legittima*» indicate al successivo art.9.

Stessa modalità anche in merito al contenuto dell'art.10, laddove viene delineata la «*condotta di comunicazione illecita di informazioni privilegiate*» demandando, al successivo art.11, l'individuazione dei confini applicativi,

---

<sup>19</sup>In particolare, la potestà sanzionatoria (amministrativa) è attribuita ai singoli Stati membri i quali, conformemente al diritto nazionale, provvedono affinché le autorità competenti abbiano il potere di adottare le sanzioni amministrative ed altre misure amministrative adeguate in caso di violazioni alle prescrizioni regolamentari.

Sembra rilevante sottolineare come dette misure non si limitino alle mere sanzioni pecuniarie (che in alcuni casi possono arrivare nei minimi ad Euro 15.000.000), potendosi estendere ad ipotesi ulteriori quali, ad esempio, la restituzione dei guadagni realizzati grazie alla violazione, avvertimenti pubblici che indichino il responsabile della violazione, la revoca o sospensione dell'autorizzazione di una società di investimento, l'interdizione temporanea ovvero permanente dall'esercizio di funzioni dirigenziali in società di investimento o da attività di negoziazione per conto proprio.

<sup>20</sup>Al co.1 è chiaramente indicata la scelta di politica legislativa operata a livello comunitario. Poiché gli Stati membri possono decidere di «*non stabilire norme relative alle sanzioni amministrative*» per condotte di *market abuse* già presidiate da sanzioni penali – rendendo le prime meramente facoltative rispetto alle seconde – emerge la valutazione di maggiore efficacia e dissuasività della repressione punitiva rispetto a quella di matrice amministrativa.

mediante introduzione della figura dei «*sondaggi di mercato*».

Infine, dalla «*condotta tipica di manipolazione di mercato*», ex art.12, si escludono le cosiddette «*prassi di mercato ammesse*», la cui istituzione è rimessa dall'art.13 alle competenti autorità nazionali, seguendo i criteri-guida elencati nella medesima norma.

Ed ancora, dalla disciplina in esame sembrerebbe doversi far discendere anche un altro postulato giuridico in forza del quale gli Stati membri dovranno tener fermo un impianto sanzionatorio di natura amministrativa, come ora puntualmente indicato dalle innovative ed analitiche disposizioni del MAR, rispetto al quale essi potranno, per le condotte gravi, aggiungere «*norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato*», purché le sanzioni comminate rispondano sempre a valutazioni di effettività, proporzionalità e capacità dissuasiva<sup>21</sup>.

Una cautela è d'uopo a questo punto. Come ricordato poc'anzi, l'art.30 del MAR fissa un principio generale per cui qualora uno Stato membro disponga sanzioni penali più severe per i comportamenti in esso elencati, viene meno l'obbligo di prevedere un impianto sanzionatorio anche di tipo amministrativo.

Emerge, pertanto, una prospettiva rovesciata rispetto al passato, consistente in un *obbligo* a porre in essere sanzioni penali e nella contestuale *facoltà* a predisporre sanzioni di natura amministrativa<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup>Così, 20° *Considerando* della Direttiva.

Non v'è dubbio che essa mira essenzialmente ad assicurare l'omogeneità delle reazioni nazionali ai fenomeni di *market abuse* mediante la tipizzazione delle condotte che dovrebbero integrare le ipotesi delittuose e attraverso l'individuazione dell'estremo minimo della cornice edittale con cui corredare tali reati. Resta ferma la facoltà dei singoli Stati membri di adottare o mantenere «*norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato*» purché le sanzioni irrogate rispondano sempre a valutazioni di effettività, proporzionalità e capacità dissuasiva.

<sup>22</sup>Sul contenuto del principio del *ne bis in idem* fissato dall'art.50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, si veda, *Corte giust.* 26 febbraio 2013, causa C-617/10, *Foro it.*, Rep. 2013, annotata da CORSO, *Comminare sanzioni diverse per il medesimo illecito tributario non è in contrasto con la carta dell'Unione europea*, in *Riv. giur. trib.*, 2013, p. 471; CARACCIOLI, *Salvato a metà dai giudici europei il doppio binario tributario-penale*, in *Corriere trib.*, 2013, 1029; DORIGO, *Il rapporto tra sanzione tributaria e sanzione penale secondo la Corte di giustizia e i possibili effetti sull'ordinamento italiano*, in *Riv. dir. trib.*, 2013, IV, 204;

Dunque è corretto ritenere che ove gli ordinamenti nazionali già prevedano sanzioni *penali* – per condotte illecite corrispondenti a quelle contemplate dal Regolamento – le sanzioni e le misure amministrative, pur tassativamente stabilite come cogenti dal Regolamento, perdono il carattere dell'obbligatoria introduzione negli ordinamenti interni.

Una risposta a siffatto quesito potrebbe essere ricercata nel tentativo di ridurre, almeno nelle intenzioni, il rischio di normative nazionali incompatibili con il divieto di *ne bis in idem* – sancito dall'art.4 del Protocollo 7 della CEDU, nonché dall'art.50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea<sup>23</sup> –

---

DEL FEDERICO, *La possibilità di cumulare sanzioni penali e fiscali ai sensi dell'art. 50 della carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea*, in *Rass. trib.*, 2013, p. 1185; ROMEO, *La tecnica del non-finito nella costruzione del diritto costituzionale dell'Unione europea*, in *Dir. pubbl. comparato ed europeo*, 2013, p. 551; LAZZERINI, *Il contributo della sentenza «Akerberg Fransson» alla determinazione dell'ambito di applicazione e degli effetti della carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea*, in *Riv. dir. internaz.*, 2013, p. 883.

In ordine alla nuova tendenza della legislazione europea a privilegiare la risposta punitiva attraverso le sanzioni penali, cfr., per un'analitica ricognizione delle recentissime innovazioni in materia, D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Torino, 2014, 90 ss., a cui dire «*la prospettiva del legislatore comunitario sembra essere esattamente speculare rispetto a quella del 2003*».

<sup>23</sup>Nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, il principio del *ne bis in idem* opera in relazione all'identità dell'«illecito», nel senso che esso è basato su fatti identici o fatti che sono in sostanza gli stessi nei diversi giudizi instaurati contro lo stesso soggetto.

In tal senso si pronuncia la Corte europea dei diritti dell'uomo del 10 febbraio 2009 nella sentenza *Zolotukhin c. Russia* e successivamente nella sentenza del 16 giugno 2009, *Ruotsalainen c. Finlandia*, disponibile all'indirizzo internet [www.echr.coe.int](http://www.echr.coe.int).

Sulle ricadute in Italia degli orientamenti delle Corti europee, si veda BOZZI, *Manipolazione del mercato: la Corte Edu condanna l'Italia per violazione dei principi dell'equo processo e del ne bis in idem*, in *Cass. pen.*, 2014, p. 3099 ss.; D'ALESSANDRO, *Tutela dei mercati finanziari e rispetto dei diritti umani fondamentali*, in *Dir. pen. e proc.*, 2014, p. 614 ss.; ZAGREBELSKY, *Le sanzioni Consob, l'equo processo e il ne bis in idem nella Cedu*, in *Giur. it.*, 2014, p. 1196 ss.; DESANA, *Procedimento Consob e ne bis in idem: respinta l'istanza di rinvio*, *ibid.*, p. 1642 ss.; TRIPODI, *Abusi di mercato (ma non solo) e ne bis in idem: scelte sanzionatorie da ripensare?*, in *Processo penale giustizia*, 2014, fasc. 5, p. 102 ss.; CASTELLANETA, *Caso Grande Stevens: si applica il ne bis in idem se la sanzione amministrativa equivale a quella penale*, in *Guida al diritto*, 2014, fasc. 14, p. 82; VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in rivista triennale di *Dir. pen. cont.*, 3-4/2014, p. 219 ss.; FLICK, *Il principio di legalità: variazioni sul dialogo fra Corte di Giustizia, Corte Europea dei Diritti dell'Uomo e Corte costituzionale italiana*, in *Riv. AIC*, 4/2014; MASSARO, *Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei "doppi binari" nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della "materia penale"*, in *Dir. pen. cont.*, 3/2015.

Espressamente il 77° Considerando del MAR afferma il rispetto dei «*diritti fondamentali*» e l'osservanza dei «*principi riconosciuti nella Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea*».

incompatibilità questa ravvisata soprattutto nelle disposizioni italiane di recepimento della direttiva *Market Abuse*, sia pure limitatamente alla diversa fattispecie della manipolazione di mercato<sup>24</sup>.

Solo per inciso occorre rammentare come l'argomento sia stato al centro dell'attenzione da parte della stessa Direttiva allorquando afferma «*gli Stati membri non sono tenuti a imporre sanzioni sia amministrative che penali per lo stesso reato*»<sup>25</sup>; o più esplicitamente «*nell'applicare la normativa nazionale di recepimento della presente direttiva, gli Stati membri dovrebbero garantire che l'irrogazione di sanzioni penali per i reati ai sensi della presente direttiva e di sanzioni amministrative ai sensi del Regolamento (UE) n. 596/2014 non violi il principio del ne bis in idem*»<sup>26</sup>, dando contezza dei recenti orientamenti giurisprudenziali in tale materia<sup>27</sup>.

---

<sup>24</sup>Cfr., Corte EDU, *Grande Stevens*, ric. n. 18640, 18647, 18633, 18668 e 18698/2010.

Con la sentenza *Grande Stevens c. Italia*, del 4 marzo 2014 (diventa definitiva il 7 luglio 2014), la Corte europea dei diritti dell'uomo ha affermato che l'applicazione del principio non va limitata ai casi di sovrapposizione di disposizioni penali, ma va estesa anche alle ipotesi di concomitante applicazione di sanzioni penali ed amministrative, a condizione che queste ultime presentino un grado di afflittività tale da renderle assimilabili alle sanzioni penali.

Di conseguenza è stato dichiarato incompatibile con la garanzia del *ne bis in idem*, il sistema di doppio binario, amministrativo e penale, attorno al quale è strutturata nel nostro Paese la repressione degli abusi di mercato in seguito alle modifiche introdotte nel d.lgs. n.58/1998 (TUF). Nello specifico, tale sistema prevede la possibilità di un doppio procedimento sanzionatorio avente ad oggetto lo stesso fatto storico, pur se diversamente qualificato (come illecito amministrativo o come reato).

<sup>25</sup>Così, 72° *Considerando* della MAD2.

<sup>26</sup>Cfr., 23° *Considerando*. Secondo tale norma, ciascuno Stato membro deve recepire le indicazioni della Direttiva concernenti le singole fattispecie punibili con la reclusione, di modo che le condotte integratrici di tali ipotesi non contemplino il medesimo fatto previsto da quelle costitutive degli illeciti riprovati dal Regolamento – e per le quali quest'ultimo prevede sanzioni e misure amministrative – così da garantire il principio del *ne bis in idem*.

<sup>27</sup>Si rinvia alla sentenza della Corte di Strasburgo, sez. II, del 4 marzo 2014. nel caso *Grande Stevens* e altri c. Italia.

il quesito posto alla Corte riguardava il fatto se nei confronti di una Società, alla quale erano già state comminate sanzioni amministrative dalla CONSOB, divenute definitive, l'avvio di un processo penale sugli stessi fatti, comportasse la violazione del principio del *ne bis in idem*. Premesso che il giudicato amministrativo riguardava la contestazione di cui all'art.187-ter del TUF in tema di manipolazione del mercato, mentre l'omologo reato contestato in sede penale era quello di cui all'art.185 dello stesso TUF, la Corte è stata chiamata a pronunciarsi circa la questione se la norma contemplata dall'art.187-ter - formalmente amministrativa - presentasse caratteristiche idonee a farle assumere una natura sostanzialmente penale, determinando di fatto la duplicazione del giudizio.

La conclusione è stata nel senso che la sovrapposizione delle due sanzioni (penale ed amministrativa, ma sostanzialmente europenale) non era legittima a fronte del principio del *ne bis*

Ma ancor più convincente però potrebbe essere la necessità di evitare che gli Stati membri, interpretando in maniera arbitraria le interconnesse disposizioni della Direttiva e del Regolamento descrittive di condotte illecite, finiscano con il dar vita, nell'ambito del proprio ordinamento, a *sottosistemi* paralleli in materia di abusi di mercato, con duplicazione delle sanzioni (variamente denominate, ma tutte riportabili alla nozione sostanziale di "materia *penale*") da applicare a fatti illeciti fra loro identici, in evidente contrasto con il principio suddetto, con l'ipotetico aggravio di incidere in *peius* sulla risposta punitiva.

Vale la pena chiedersi, allora, qual è l'atteggiamento che dovranno assumere i Paesi membri di fronte al contenuto precettivo della Direttiva *de qua* e del relativo Regolamento, nel momento in cui la natura delle disposizioni *ivi* presenti risultano essere praticamente identici – attesa la perfetta sovrapposibilità delle condotte costituenti la fattispecie penale e l'illecito amministrativo – basate tutt'al più su mere varianti lessicali.

Qualora si prendesse in considerazione – a titolo esemplificativo – la figura dell'abuso di informazione privilegiata (ma per la verità l'osservazione andrebbe estesa anche ad altre figure d'illecito designate dai provvedimenti in oggetto) è agevole notare come la nozione indicata all'art.3 della Direttiva, nonché l'omologa previsione dell'art.8 attinente il Regolamento – cui fa seguito il relativo divieto indicato al successivo art.14 – sono riconducibili al medesimo ambito di applicabilità, lasciando evidentemente aperta la questione del *ne bis in idem*<sup>28</sup>.

---

*in idem.*

Sullo stesso argomento, in dottrina, si veda, ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 855. In merito all'ordinanza diffusa dalla Suprema Corte, *sez. V pen.*, notizia di decisione n. 27/2014, ord. 10 novembre 2011, cfr. SCOLETTA, *Il doppio binario sanzionatorio del market abuse al cospetto della Corte costituzionale per violazione del diritto fondamentale al ne bis in idem*, in *Dir. Pen. cont.*, 4/2014, il quale evidenzia la necessità di tale, evitabile solo per effetto di un tempestivo intervento legislativo ricettivo delle statuizioni della Corte di Strasburgo, oppure qualora si fosse proposto per la diretta applicazione, da parte del giudice ordinario, dell'art.50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea; prospettiva, quest'ultima, che renderebbe inammissibile la chiamata in causa della Corte costituzionale.

<sup>28</sup> Ancora sul tema del *ne bis in idem*, si rinvia alle riflessioni dottrinali di FLICK - NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? ("Materia penale"*,

Ora anche volendo riconoscere al legislatore comunitario una certa inadeguatezza nella scelta della formula espressiva, resta sempre in piedi l'esplicita previsione di «*regole per sanzioni amministrative oltre che penali per le stesse infrazioni*» rivolta agli Stati membri dal 72° *Considerando* del MAR, fugando ogni eventuale dubbio circa la permanenza del “doppio binario” sanzionatorio e delle complesse questioni ad esso legate, specie con riguardo al livello di cooperazione e integrazione investigativa tra le diverse autorità di vigilanza<sup>29</sup>, principalmente laddove gli Stati membri, conformemente al Regolamento MAR, abbiano deciso di prevedere unicamente sanzioni penali nel loro ordinamento nazionale<sup>30</sup>. Si pensi, ad esempio, alla Francia la quale ha adottato l'applicazione della sola sanzione più grave.

Sembra dunque di tutta evidenza come introducendo il nuovo sistema di tutela contro gli abusi di mercato, il legislatore comunitario abbia perso l'opportunità di individuare spazi applicativi del tutto autonomi dell'illecito penale e di quello amministrativo, eliminando *ab origine* le suaccennate duplicazioni. Cosa che peraltro ha reso ancor più evidente l'incapacità a risolvere in maniera chiara ed univoca i problemi di violazione del principio sopra evidenziato.

3. Ed è proprio su quest'ultimo aspetto che, a mio parere, bisogna soffermarsi.

L'ottica di rafforzamento delle misure volte a garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione – per cui all'impianto sanzionatorio di natura

---

*giusto processo e “ne bis in idem” nella sentenza della Corte EDU, 4 marzo 2014, sul “market abuse”*), in *Riv. soc.*, 2014, 953 ss.; DE AMICIS, *Ne bis in idem e “doppio binario” sanzionatorio: prime riflessioni sugli effetti della sentenza “Grande Stevens” nell'ordinamento italiano*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 3-4/2014, p. 201 ss.

<sup>29</sup>A tal proposito, il 19° *Considerando* della MAD2 prevede che «*Gli Stati membri dovrebbero adottare le misure necessarie per garantire che le autorità preposte all'applicazione della legge, le autorità giudiziarie e le altre autorità competenti preposte alle indagini o al perseguimento dei reati previsti dalla presente direttiva dispongano della capacità di ricorrere a strumenti investigativi efficaci. Tenuto conto, tra l'altro, del principio di proporzionalità, il ricorso a tali strumenti conformemente al diritto nazionale dovrebbe essere commisurato alla natura e alla gravità dei reati oggetto d'indagine*».

<sup>30</sup>Cfr., 22° *Considerando* della Direttiva.



amministrativa va ad aggiungersi, nell'ipotesi di condotte più gravi, sanzioni penali, anche in via esclusiva – impone ulteriori riflessioni critiche in ordine alla necessità di evitare duplicazioni e/o cumulo di sanzioni (penali ed amministrative) per lo stesso fatto illecito<sup>31</sup>, da cui discende, quale corollario, la contestuale necessità di irrogare sanzioni penali secondo un criterio di *proporzionalità* tenendo conto dei profitti conseguiti da chi commette il reato e ai danni provocati anche ai mercati e all'economia in generale<sup>32</sup>.

Una prima questione da affrontare, attiene l'individuazione delle fattispecie penalmente punibili per le quali viene indicata, con valenza esemplificativa dalla stessa MAD2, l'area soggettiva di applicabilità del divieto (art.3, co.2).

Affrontando a breve gli aspetti riguardanti la *qualificazione soggettiva* dei trasgressori – anche con riguardo all'importante elemento innovativo dato dalla previsione del successivo co.3 – preme qui sottolineare come alcune delle differenze definitorie, presenti nella Direttiva e nel relativo Regolamento, potrebbero presentare problemi applicativi, soprattutto per il nostro ordinamento.

E' appena il caso di ricordare che in quest'ambito, le fattispecie, pur prevedendo un *reato di pericolo*, vanno distinte sulla base di un pericolo "astratto"

---

<sup>31</sup>Sulla disciplina del cumulo delle sanzioni penali e amministrative nella regolamentazione degli abusi di mercato, cfr. MASSARO, *Europeizzazione del diritto penale e razionalizzazione del sistema sanzionatorio: il superamento dei "doppi binari" nazionali nel segno sostanzialistico-funzionale della "materia penale*, in *Dir. pen. cont.*, 1-2/2015, p. 1-15; ANNUNZIATA, *L'informazione societaria - L'insider trading e gli abusi di mercato*, in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2013, p. 408-410; DOVA, *Gli illeciti amministrativi nel codice civile, nel testo unico bancario e nel testo unico della finanza*, in *Reati in materia economica* a cura di A. Alessandri, in *Trattato teorico pratico di diritto penale* diretto da Palazzo e Palero, Torino, 2012, VIII, 239, p. 257 ss.; CATALANO, *Il doppio binario punitivo nel caso dell'insider trading: scelta ragionata o schi-zofrenia legislativa?*, in *Notiziario*, 2010, p. 823; NAPOLEONI, *Insider trading*, voce del *Digesto pen.*, aggiornamento I, Torino, 2008, p. 571 ss.; FORMICA, *Insider trading e manipolazione del mercato* (diritto penale), voce de *Il diritto-Encicl. giur.*, Milano, 2007, VIII, p. 6; MIEDICO, *La manipolazione del mercato: illecito penale o illecito amministrativo*, in *Società*, 2007, p. 623 ss.; VIZZARDI, *Manipolazione del mercato: un doppio binario da ripensare?*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2006, p. 704 ss.; VALENTI, *Insider trading* (dir. pen.), voce dell'*Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma, aggiornamento, 2006, XVII.

<sup>32</sup>Cfr., 24° *Considerando* della Direttiva.

(sanzioni amministrative) e pericolo “concreto” (sanzioni penali), benché non sempre facilmente individuabili, contrariamente alla Direttiva MAD2, la quale sembra configurare, nella maggior parte dei casi, un *reato di danno*.

In tal senso, il 16° *Considerando* della Direttiva stabilisce affinché le sanzioni previste per i reati (*i.e.*, per le condotte più gravi) siano effettive e dissuasive, è opportuno prevedere un livello minimo per la pena detentiva massima<sup>33</sup>. Ciò equivarrebbe a dire, in buona sostanza, che alla “detenzione” il legislatore europeo affida il ruolo di sanzione elettiva in relazione ai soli fatti «gravi»<sup>34</sup>, ponendo un ben preciso distinguo tra dette fattispecie criminose e quelle (meno gravi) integranti illecito amministrativo.

Non meno importante è la questione legata alla duplicazione e/o al cumulo di sanzioni per lo stesso fatto illecito, sulla quale si è già espressa la Corte europea dei diritti dell’uomo (EDU) con la famosa sentenza del 2014<sup>35</sup>, dal momento che la previsione di un doppio regime sanzionatorio (amministrativo e penale) per gli stessi fatti, è risultato incompatibile con i principi dettati da detta Corte.

Solo per inciso occorre ricordare come l’argomento sia stato al centro di due importanti “ordinanze di rimessione” emanate dal Supremo Collegio, in sede penale<sup>36</sup> (per un fatto di *insider trading* in relazione al quale era già passata in giudicato la sanzione amministrativa irrogata dalla Consob) e in sede civile<sup>37</sup> (per una condotta di manipolazione del mercato sulla quale pendeva il giudizio di

---

<sup>33</sup>All’obbligo, richiesto al 16° *Considerando* della Direttiva di comminare la pena detentiva – quale sanzione per i «reati gravi» in materia di abusi di mercato –, fa seguito la facoltà concessa agli Stati membri (21° *Considerando*) di prevedere sanzioni penali (ovvero la pena detentiva) anche nel caso di manipolazione del mercato, qualora «*commessa con colpa grave o negligenza*».

<sup>34</sup>E’ necessario sottolineare come la specifica previsione all’interno dei singoli ordinamenti nazionali viene demandata – per così dire fisiologicamente – ai legislatori di ciascuno Stato membro, senza che ciò faccia smarrire l’unitarietà del sistema punitivo e la comune qualificazione di “materia penale” da riconoscersi anche alle sanzioni “amministrative” (ivi comprese quelle stabilite in modo analitico e dettagliato dal Regolamento MAR).

<sup>35</sup>Cfr., *Cassazione*, V sez. pen., ordinanza del 10 novembre 2014, in *Foro it.*, 2015, n. 3, II, c. 160, con nota di DI PAOLA, *Gli (attesi) effetti della sentenza «Grande Stevens»: sistema sanzionatorio degli abusi di mercato, «ne bis in idem» e dubbi di legittimità costituzionale*. L’autore fa notare come la soluzione in questione era stata già ipotizzata da FLICK - NAPOLEONI, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative*, *op.cit.*, 9.

<sup>36</sup>Cfr., V sez., ordinanza n.1782/15 del 15 gennaio 2015.

<sup>37</sup>Cfr., V sez. tributaria, ordinanza n.950/15 del 21 gennaio 2015.

impugnazione della sanzione amministrativa irrogata dalla Consob. Processo poi definitivamente chiuso con il patteggiamento).

Uno strumento che *de iure condito* potrebbe in parte mitigare gli effetti negativi del regime del doppio binario per il nostro ordinamento – in attesa di un concreto adeguamento alle norme comunitarie in oggetto – è rappresentato dal possibile rafforzamento del meccanismo già presente nel contesto disciplinare dell'art.187-*terdecies* TUF per cui si applica, per uno stesso fatto, uno “scomputo” della sanzione amministrativa pecuniaria, già irrogata, da quella pecuniaria (dipendente da reato) per la parte eccedente<sup>38</sup>. Dunque, a' sensi del citato articolo, tanto la Consob<sup>39</sup> quanto l'Autorità giudiziaria avrebbero l'obbligo di tenerne conto al momento dell'irrogazione di sanzioni di propria competenza.

4. Nell'affrontare le ricadute dell'attuale provvedimento sul sistema sanzionatorio italiano, possiamo cominciare col ricordare come prima della

---

<sup>38</sup>Secondo FRATINI - GASPARRI, *Il Testo Unico della Finanza*, Utet, 2012 2575, il principio di autonomia tra accertamento penale e quello amministrativo, previsto dal legislatore del TUF, all'art.187-*duodecies*, viene stemperato dalla statuizione del successivo art.187-*terdecies*, volta ad evitare una duplicazione degli effetti sanzionatori. Essa, infatti, prevede che, ove per lo stesso fatto sia stata applicata (a carico del reo e dell'ente) una sanzione amministrativa pecuniaria l'esazione della pena pecuniaria e della sanzione pecuniaria, dipendente da reato, è limitata alla parte eccedente quella già riscossa dall'autorità amministrativa.

Gli autori mettono in evidenza la tendenza dottrinale a ritenere che l'effetto del cumulo sia evitato soltanto per la parte di sanzione irrogata a seguito della condanna in sede penale effettivamente ricompresa entro il limite dell'importo riscosso dall'autorità amministrativa, con la precisazione che il riferimento all'importo riscosso dovrebbe intendersi non già quale importo irrogato, bensì quale importo effettivamente introitato.

<sup>39</sup>Nell'esercizio della delega per l'attuazione della Direttiva 2014/57/UE, nonché per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento n.596/2014, il Governo è tenuto a seguire principi e criteri direttivi specifici al fine di evitare la duplicazione o il cumulo di sanzioni penali e sanzioni amministrative per uno stesso fatto illecito, attraverso la distinzione delle fattispecie o attraverso previsioni che consentano l'applicazione della sola sanzione più grave ovvero che impongano all'autorità giudiziaria o alla Consob di tenere conto, al momento dell'irrogazione delle sanzioni di propria competenza, delle misure punitive già irrogate.

Inoltre, secondo quanto disposto all'art.34 del MAR, la Consob dovrà pubblicare nel proprio sito internet le decisioni relative all'imposizione di misure e sanzioni amministrative per le violazioni di detto Regolamento.

riforma del 2005<sup>40</sup> la normativa italiana in materia di *insider trading* contemplava esclusivamente una repressione del fenomeno di natura penale. In seguito, sulla scia della Direttiva 2003/6/CE, la quale suggeriva agli Stati membri la *depenalizzazione* delle ipotesi meno lesive del bene giuridico tutelato, il legislatore del 2005 è intervenuto sul punto, apportando una delle più rilevanti modifiche alla disciplina stessa<sup>41</sup>, incorrendo tuttavia in un raddoppio sanzionatorio – sul piano amministrativo – nella disposizione dell’art.187-*bis*, rispetto all’ipotesi delittuosa, prevista al precedente art.184.

Su questo primo pilastro – e sugli effetti della su richiamata sentenza che ha indotto il legislatore domestico ad un profondo ripensamento dei meccanismi di “doppio binario” (e tra i relativi procedimenti applicativi)<sup>42</sup> – si innesta l’attuale impianto normativo della Direttiva MAD2, la quale dispone il recepimento in Italia dell’obbligo di sanzioni penali per i casi di violazioni gravi e dolose previsti dalla direttiva stessa.

Ipotizzando, pertanto, una trasposizione del dettato europeo nel nostro ordinamento dovremmo rammentare che a prescindere dalla differenza in punto di soggettività attiva (il co.4 dell’art.187-*bis* delinea la categoria degli *insiders* secondari prevedendo una peculiare ipotesi colposa di illecito), le due norme risultino *ictu oculi* perfettamente speculari, data l’evidente simmetria degli articoli

---

<sup>40</sup>Con il recepimento della Dir. n.89/592/CE il legislatore interviene per la prima volta in Italia con la legge n.157 del 17 maggio 1991, il cui art.2 definisce l’*illiceità penale* del comportamento di *insider trading*.

In favore di una disciplina sanzionatoria dell’*insider trading* militano considerazioni di ordine etico circa l’opportunità che le norme ubbidiscano anche a canoni di giustizia sociale. E’ indubbio, infatti, che al di là delle conseguenze sull’efficienza dei mercati, l’*insider trading* si ponga al di fuori dei canoni della correttezza nei rapporti commerciali e che il profitto di chi usa a proprio vantaggio informazioni riservate non possa dirsi «giusto».

<sup>41</sup>La normativa comunitaria in materia di abusi di mercato ha fatto ingresso nell’ordinamento italiano per il tramite della legge n.62 del 2005, la quale ha aggiunto il Titolo 1-*bis*, rubricato «*Abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato*», nel d.lgs. n. 58 del 1998, Testo Unico della Finanza.

Per un’approfondita analisi della disciplina tuttora vigente, si rinvia a AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012.

<sup>42</sup>Si fa sempre più strada il rischio che la permanenza di un “doppio binario” sanzionatorio possa essere considerato incompatibile con il diritto fondamentale al *ne bis idem* nella misura in cui abbia ad oggetto la medesima condotta concreta, pur se diversamente qualificata.

citati: sovrapponibili risultano essere le condotte, i soggetti attivi e l'elemento soggettivo, in quanto il legislatore si è servito della stessa terminologia utilizzata per la figura delittuosa per definire quella amministrativa<sup>43</sup>.

A rafforzare siffatta scelta legislativa rileva, inoltre, la clausola di raccordo contenuta nell'*incipit* dell'art.187-bis laddove si prevede «*salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*» anziché «*salvo che il fatto costituisca reato*». Come è facile notare tale formula non è priva di particolare ambiguità, lasciando chiaramente intravedere un'ipotesi di concorso tra illecito penale ed amministrativo<sup>44</sup>.

Gli esempi potrebbero ripetersi anche in relazione al tenore del successivo art.187-duodecies, rubricato «*Rapporti tra procedimento penale e procedimento amministrativo e di opposizione*» in cui espressamente viene fatto riferimento ai «*medesimi fatti*» e soprattutto all'art.187-terdecies «*Esecuzione delle pene pecuniarie e delle sanzioni pecuniarie nel processo penale*», laddove si regola l'applicazione della pena pecuniaria e della sanzione amministrativa pecuniaria per uno stesso fatto, inducendo a ritenere presumibile l'opzione legislativa a favore del cumulo delle suddette risposte sanzionatorie.

E' evidente, dunque, come una siffatta impostazione ponga dei problemi di

---

<sup>43</sup>Indicative, a tal proposito, le considerazioni di NAPOLEONI, *Insider trading, op.cit.*, 603, secondo il quale al delitto di abuso di informazioni privilegiate fa da *pendant* un illecito amministrativo rappresentato dall'art. 187-bis TUF « [...] *gemellare non solo nel nomen, ma anche quanto ai comportamenti repressi, descritti con formula assolutamente identica [...]*»; ed ancora FOFFANI, *Abuso di informazioni privilegiate*, (voce) in Palazzo – Paliero (a cura di), *Commentario breve alle leggi penali complementari*, Padova, 2007, p. 721. L'autore afferma che i due precetti risultano infatti specularmente identici, salvo che per due previsioni che caratterizzano solo l'illecito amministrativo.

<sup>44</sup>Sul piano giurisprudenziale, la V Sez. della Suprema Corte ha recentemente sollevato, con ordinanza del 10 novembre 2014 (dep. 15 gennaio 2015), questione di legittimità costituzionale in ordine (e in via principale) alla compatibilità con l'art. 117, co. 1, della Costituzione, in relazione all'art. 4 del Protocollo n. 7 della CEDU, dell'art. 187-bis del TUF. nella parte in cui prevede «*Salve le sanzioni penali quando il fatto costituisce reato*» anziché «*Salvo che il fatto costituisca reato*»; e in ordine (in via subordinata) alla compatibilità con la medesima disposizione costituzionale dell'art. 649 c.p.p., nella parte in cui non prevede l'applicabilità del divieto di un secondo giudizio nel caso in cui l'imputato sia già stato giudicato, con provvedimento irrevocabile, per il medesimo fatto nell'ambito di un procedimento amministrativo per l'applicazione di una sanzione avente natura penale, ai sensi della CEDU e relativi Protocolli.

coordinamento con l'impianto repressivo di matrice comunitaria, il quale si prefigge, ripeto almeno nelle intenzioni, il compito di riportare a coerenza il sistema sanzionatorio in materia di *insider trading*, cosicché l'illecito amministrativo possa cedere il passo a quello penale tutte le volte in cui il fatto concreto sia sussumibile nella fattispecie delittuosa.

C'è da dire, inoltre, che la costruzione dell'impianto sanzionatorio appare, nel contesto della Direttiva in esame, ancor più articolato di quello nazionale in ordine alla specifica richiesta di rendere penalmente rilevanti anche eventuali condotte indicate agli artt.3, 4 e 5. Infatti, oltre alla definizione dell'illecito penale in sé – sulla base di due nuove modalità esecutive (rispettivamente contemplate agli artt.3 e 4) l'*abuso di informazioni privilegiate* (rivisitato) e la *comunicazione illecita di informazioni privilegiate*, già nota anche in ambito italiano con riguardo alla condotta di *tiping* – la Direttiva opera un vero e proprio ampliamento della casistica delle fattispecie a titolo di reato stabilendo al successivo art.6 che l'*istigazione*, il *favoreggiamento*, la *complicità* e il *tentativo* di commettere reato sono ugualmente puniti, facendo obbligo agli Stati membri di adottare le misure necessarie affinché ciò avvenga.

Preme qui ricordare come, a' sensi del combinato disposto degli artt.56 c.p. e 184 TUF, il nostro sistema giuridico prevede la repressione del *tentativo* di *insider trading* a titolo di reato; ciò nonostante sembrerebbe che il legislatore europeo abbia voluto sottolineare la natura autonoma di tale fattispecie rispetto al reato stesso di abuso di informazioni privilegiate.

Sarebbe opportuno allora interrogarci sulla necessità di un intervento normativo del legislatore italiano diretto a recepire tale previsione, anche con riguardo non tanto alle ulteriori *ipotesi di complicità e favoreggiamento*, le quali trovano già uno spazio nel contesto normativo penale, rispettivamente degli artt.110 e ss. e 378 c.p., quanto al reato di *istigazione* per cui si renderà necessario introdurre una specifica ipotesi di reato, stante la non punibilità, in termini generali, della mera istigazione, a' sensi dell'art.115 c.p.

A prescindere da siffatte questioni giuridiche alle quali occorrerà che il legislatore nazionale dia una risposta entro la *deadline* per l'adeguamento alla MAD2, va tuttavia osservato che nel lasciare invariato il concetto di informazione privilegiata (le ultime modifiche apportate nel giugno di quest'anno al TUF ripropongono quanto sostanzialmente previsto dalla previgente disciplina), il legislatore italiano non ha colto l'occasione per rimaneggiare in senso strutturale la materia, lasciando i numerosi dubbi interpretativi suscitati dall'attuale definizione fornita dalla direttiva 2003/6/CE.

Uno di questi attiene sicuramente al concetto di informazione «*precisa*» (art.181 TUF) che è considerata tale, a' sensi della suddetta Direttiva, solo se consente al suo detentore di prevedere il senso di variazione del prezzo.

Al di là dell'attuale riferimento all'«*effetto significativo*», introdotto dall'art.7, co.1, lett.a), del Regolamento MAR, in luogo della clausola, di cui all'art.181 TUF, sull'«*influenza sensibile*» che potrebbe avere l'informazione (avente carattere preciso) sulla determinazione del prezzo degli strumenti finanziari – riferimento, questo, il quale suggerisce inevitabilmente scenari interpretativi diversi, va considerato, tuttavia, come l'accresciuta complessità dei mercati rende particolarmente difficile stabilire *ex ante*, ed in modo esatto, il senso nel quale possono variare i prezzi allorché tale informazione sarà resa pubblica. Pertanto, a rigor di logica, tale valutazione non costituirebbe un elemento integrante della nozione di informazione privilegiata.

Se così è, allora – almeno sotto questo particolare profilo – l'adeguamento al dettato europeo non si discosterà dall'attuale formulazione del concetto di informazione privilegiata, limitandosi a ricalcare la normativa attualmente vigente nel nostro ordinamento, con riguardo alla c.d. “informazione rilevante” (o *price sensitivity*)<sup>45</sup> e al concetto di investitore ragionevole<sup>46</sup>, con inevitabili ricadute sul

---

<sup>45</sup>Per un'analisi approfondita è opportuno rinviare a DENOZZA, *La nozione di informazione privilegiata tra “Shareholder Value” e “Socially Responsibility Investing”* in *Giur. Comm.*, I, 2005, 585 e ss.

*principio di determinatezza.*

Riprendendo le maglie di quanto sopra accennato con riguardo alla *soggettiva* dei trasgressori, l'area di applicabilità del divieto indicata dal legislatore europeo offre, a ben guardare, ulteriori spunti di riflessione in chiave nazionale. La c.d. "*clausola di apertura*", contemplata al già richiamato art.3 della Direttiva in esame, sembra far rientrare nel novero della disciplina un'ulteriore fattispecie attiva del reato che è quella dell'*insider* secondario, inteso quale soggetto in grado di «*ottenere informazioni privilegiate anche in ragione di circostanze diverse da quelle indicate al primo comma*» e ritenuto «*a conoscenza del carattere privilegiato di tali informazioni*» (così, infatti, recita l'art.3), laddove il riferimento alle "circostanze diverse" costituisce l'appiglio normativo che consente di riconsiderare la posizione degli *insiders* secondari.

L'impatto sulla disciplina italiana, ex art.184 TUF, suscettibile di riscrittura, genera un vero e proprio cambiamento in materia, avendo il legislatore espunto in sede di redazione dell'articolo in oggetto, gli *insiders* secondari dalla soggettività attiva del reato, facendoli rientrare solo in quello amministrativo, sul presupposto secondo cui il mancato collegamento funzionale tra la posizione occupata, l'attività svolta e l'accesso all'informazione non attribuisce rilevanza penale anche per tali soggetti (rispetto agli *insiders* primari).

Cambiamento comunque non nuovo in quanto il reinserimento, nell'area penalmente rilevante degli *insiders* secondari, riconfermerebbe quanto già previsto nel nostro ordinamento prima della citata riforma del 2005 (introdotta dalla legge n.62/2005) sulla depenalizzazione dell'*agere* degli *insiders* secondari.

---

<sup>46</sup>Secondo le nuove disposizioni del MAR, per investitore ragionevole si intende « [colui che] *basata sulle proprie decisioni di investimento sulle informazioni già in suo possesso, vale a dire su informazioni disponibili precedentemente. Pertanto, per rispondere alla domanda se al momento di prendere una decisione di investimento un investitore ragionevole terrà verosimilmente conto di una determinata informazione, occorre basarsi sulle informazioni precedentemente disponibili. Nell'effettuare una tale analisi, occorre considerare l'impatto previsto dell'informazione alla luce dell'attività complessiva dell'emittente in questione, l'attendibilità della fonte di informazione, nonché ogni altra variabile di mercato che, nelle circostanze date, possa influire sugli strumenti finanziari, sui contratti a pronti su merci collegati o i prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni*».



Una chiosa per finire riguarda l'adeguamento del nostro ordinamento al Regolamento MAR, in particolare per quanto riguarda l'introduzione dell'istituto dei segnalatori, il c.d. "*whistleblowing*", da tempo in vigore con successo in altri Paesi comunitari<sup>47</sup>.

L'obiettivo perseguito è quello di agevolare sia gli stessi intermediari sia le autorità di vigilanza nella tempestiva conoscenza di condotte illecite, in modo da poter adeguatamente intervenire anche al fine di attenuarne o prevenirne gli esiti dannosi.

Con l'introduzione degli artt.8-*bis* e 8-*ter* nel TUF, il legislatore ha dato il via ad un sistema volto ad incentivare la segnalazione alle autorità competenti di possibili violazioni della disciplina che tenga anche conto dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti; questo in aggiunta ad eventuali ed ulteriori misure da intraprendere per incoraggiare le segnalazioni utili ai fini dell'esercizio dell'attività di vigilanza ed eventualmente estendendo le modalità di segnalazione anche ad altre violazioni<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup>L'origine del fenomeno è da rinvenirsi nella (oramai sempre più frequente) produzione normativa del legislatore europeo, il quale, con la Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE), ha disciplinato, all'art.71 della Sezione IV, rubricante "*Poteri di vigilanza, poteri di irrogare sanzioni e diritto di ricorso*" la fattispecie (così peraltro rubricata) della "*Segnalazioni delle violazioni*".

Detto richiamato articolo, già in sede di disciplina di (futura) attuazione, enucleava i requisiti che avrebbero dovuto essere tenuti in considerazione dagli Stati membri in sede di recepimento.

A tale riguardo, le principali declinazioni del principio di "incoraggiamento" nella predisposizione di un meccanismo di segnalazione alle autorità competenti di violazioni potenziali o effettive delle disposizioni nazionali.

Principio di "incoraggiamento" che può agevolmente desumersi dal dato letterale del co.1 dell'art.71 della Direttiva 36/2013 qui si riporta per comodità di lettura: "*Gli Stati membri assicurano che le autorità competenti mettano in atto meccanismi efficaci e affidabili per incoraggiare la segnalazione alle autorità competenti di violazioni potenziali o effettive delle disposizioni nazionali di recepimento della presente direttiva e del regolamento (UE) n. 575/2013*".

<sup>48</sup>Nello specifico, la disciplina del *whistleblowing*, consente a taluni soggetti che prestano la propria attività lavorativa presso banche ed intermediari del mercato dei valori mobiliari di segnalare violazioni di disposizioni *latu sensu* afferenti la normativa di riferimento, al fine di consentire la diffusione di condotte conformi ad un'etica comune in ambito lavorativo, rafforzare il rispetto delle norme e il governo societario, sostenere la funzionalità del sistema finanziario, tutelare gli investitori e le categorie di soggetti fruitori dei servizi finanziari offerti dal mercato

Un adeguato accoglimento dei provvedimenti in parola, inoltre, non potrà prescindere dal ricorso alla disciplina secondaria adottata dalla Consob, la quale avrà l'obbligo, tra l'altro, di pubblicare le decisioni relative all'imposizione di misure e sanzioni amministrative per le violazioni indicate nel MAR, nonché di dare attuazione alle disposizioni contenute all'art.32 in materia di segnalazione delle violazioni.

Su quest'ultimo aspetto già la Consob ha espresso il proprio parere affinché vengano adottate le misure necessarie, individuando taluni aspetti tecnico-applicativi dell'istituto del "*whistleblowing*", in modo da limitare il fenomeno della delazione e, più in generale, il rischio di un uso abusivo delle segnalazioni<sup>49</sup>.

Non vi è dubbio, alla luce dei rilievi suesposti, come l'intervento del legislatore nazionale si presenterà tanto indispensabile quanto complesso e non solo per le indubbe, profonde e strutturali modifiche che il novello *corpus* normativo richiederà per l'adeguamento, si pensi, per completezza di trattazione,

---

(consumatori e non).

<sup>49</sup>Per tutti, CANTONE, "*Linee guida in materia di tutela del dipendente pubblico che segnala illeciti (c.d. whistleblower)*", a cura dell'Autorità Nazionale Anticorruzione - Determinazione n. 6 del 28 aprile 2015.

In particolare, la Legge n.154/2014, recante la Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea (c.d. Legge di delegazione europea 2013), pubblicata in G.U. n.251 del 28 ottobre 2014, ha indicato all'art.3, co.1, lett. *h*), i principi entro i quali il Governo ha esercitato la delega nella redazione della normativa sul *whistleblowing* dovendo esso tenere conto "*dei profili di riservatezza e di protezione dei soggetti coinvolti, eventualmente prevedendo misure per incoraggiare le segnalazioni utili ai fini dell'esercizio dell'attività di vigilanza ed eventualmente estendendo le modalità di segnalazione anche ad altre violazioni*".

Il Governo ha conseguentemente emanato il D.lgs. 72/2015 entrato in vigore a partire dal 27 giugno 2015. Con il predetto intervento il legislatore italiano ha apportato le necessarie variazioni dei due testi unici bancario e finanziario.

Precisamente, per quanto riguarda la disciplina del TUB, la normativa sul *whistleblowing* è contenuta negli artt. 52-bis (*Sistemi interni di segnalazione delle violazioni*) e 52-ter (*Segnalazione di violazioni alla Banca d'Italia*); mentre nel TUF dovrà farsi riferimento agli artt. 8-bis (*Sistemi interni di segnalazione delle violazioni*) e 8-ter (*Segnalazione di violazioni alla Banca d'Italia e alla Consob*).

Per i profili operativi di interesse, il legislatore, dunque, ha richiesto sia alle banche che agli intermediari del mercato dei valori mobiliari, di strutturare procedure specifiche per la segnalazione al proprio interno da parte del personale di atti o fatti che possano costituire la violazione delle norme disciplinanti l'attività bancaria (co.1, art.52-bis TUB) o l'attività svolta (co.1, art.8-bis TUF) che siano idonee, nel rispetto della protezione del segnalante.

anche alla sostanziale riscrittura delle figure di manipolazione del mercato ed alle nuove disposizioni sulle condotte legittime e sulle prassi ammesse – il cui esplicito recepimento eviterebbe qualunque problema applicativo – nonché alle regole in ordine agli obblighi di comunicazione.

5. Volendo brevemente trarre le fila delle questioni fin qui tracciate è necessario interrogarci sulla reale possibilità di raggiungere una disciplina sanzionatoria omogenea per tutti i Paesi membri, in tema di abusi di mercato, una volta recepita a livello europeo il prossimo 3 luglio 2016.

L'assetto emergente dal complesso integrato costituito dal Regolamento 596/2014 e dalla Direttiva 57/2014 suggerisce l'idea di un sistema unitario, improntato a una sorta di *gradualismo*, nel quale le sanzioni massime, quelle per le condotte maggiormente offensive, debbono consistere necessariamente (anche) nella detenzione qualora commesse con "dolo".

Tuttavia, pur riconoscendo la necessità di adottare un mutato paradigma sanzionatorio per reprimere condotte di *market abuse* è opinabile se la differenza nelle regolazioni e nelle tradizioni giuridiche degli Stati membri (tutelate dall'art.67 del TFUE) siano state sufficientemente prese in considerazione, in quanto l'emanazione della MAD2 e del Regolamento MAR avrebbe dovuto essere preceduta da un'analisi circa la loro necessità ai fini dell'attuazione efficace di una politica dell'Unione, anche in merito alla scelta di innalzare la soglia edittale per i casi gravi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato<sup>50</sup>, rispetto ad altri reati gravi oggetto di armonizzazione a livello europeo.

Con particolare riferimento al nostro ordinamento interno occorre rammentare che se l'impianto normativo in punto di abusi di mercato

---

<sup>50</sup>Per quanto concerne l'ordinamento italiano, occorrerà rivedere, in modo tale da assicurarne l'adeguatezza, i minimi edittali delle sanzioni di cui agli art. 187-*bis* e 187-*ter* del TUF, fissandoli in misura non inferiore a 20.000 euro.

Con riferimento all'art.187-*sexies* del TUF, occorrerà assicurare l'adeguatezza della confisca, prevedendo che essa abbia ad oggetto, anche per equivalente, il profitto derivato dalle violazioni delle previsioni del Regolamento MAR.

(segnatamente, la parte V, titolo I-*bis* TUF) sembra in gran parte porsi in linea con i principi della Direttiva e del Regolamento, molte restano le criticità ancora da superare. E questo non solo e non tanto con riferimento al contenuto della Direttiva, ove il confronto testuale lascia prevedere l'opportunità di alcuni "aggiustamenti" normativi<sup>51</sup>, ma maggiormente in merito al Regolamento (anche alla luce della applicabilità diretta dello stesso) per il quale si richiede un'ulteriore attività interpretativa volta a consentire il corretto coordinamento tra le norme nazionali e quelle comunitarie che ad esse – almeno in parte – si andranno a sovrapporre.

Sia consentita un'ultima riflessione. Non v'è dubbio come nella prospettiva di un impianto sanzionatorio unitario – con conseguente abbandono del "doppio binario" – risulti funzionale un sistema che individui la pena criminale (detentiva ed eventualmente altre così formalmente denominate dai legislatori degli Stati membri) soltanto per alcune condotte, ovvero per i «*reati gravi*» accompagnati dal carattere *doloso* dell'atteggiamento psicologico, lasciando la punibilità degli altri comportamenti alla tipologia delle sanzioni amministrative, secondo quanto dispone l'art.30 del MAR<sup>52</sup>.

E a tal riguardo, l'orientamento del regolatore comunitario, come poc'anzi detto, sembra muoversi proprio nell'ottica di una sostanziale assegnazione della sanzione penale ovvero pecuniaria/interdittiva ai fatti tipici in ragione del loro maggiore o minore disvalore, implementando un sistema di norme più "rigoroso"

---

<sup>51</sup>Si pensi, a titolo esemplificativo, come attualmente per i reati di comunicazione illecita, nonché di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, agli artt.184 e 185 TUF, è prevista la reclusione da uno a sei anni. La Direttiva, invece, richiede per tali fattispecie la pena della reclusione per una durata massima non inferiore ad anni due (nel caso di comunicazione illecita), mentre per le più gravi ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato detta pena dovrà avere una durata massima non inferiore ad anni quattro.

<sup>52</sup>Depone univocamente in tal senso il 23° *Considerando* della Direttiva la quale, ribadendo la "prevalenza" della reazione penale per le «*condotte illecite commesse con dolo (...) almeno nei casi gravi*», segnala che per le violazioni del Regolamento (di diretta applicabilità) le sanzioni potranno essere irrogate «*senza che sia comprovato il dolo o che gli illeciti siano qualificati come gravi*».

Così, MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1-2/2015, 13.

a protezione dell'investitore e dell'integrità dei mercati finanziari<sup>53</sup>.

C'è da chiedersi, comunque, se – in un quadro di potenziale inasprimento del sistema sanzionatorio – la necessità si adottare standard di garanzia identici a quelli caratterizzanti la materia penale non finisca, in buona sostanza, con l'appesantire il procedimento applicativo e, in definitiva, con il ridurre i vantaggi, in termini di prontezza e efficacia repressiva, della sanzione amministrativa trasformata, alla luce dei provvedimenti in oggetto, in una specie di duplicato minore della pena.

**Brunella Russo**

*Professore associato di diritto dell'economia  
nell'Università di Messina*

---

<sup>53</sup>Si veda, in proposito, l'esplicita indicazione del 6° Considerando della MAD2 che connette alla comminatoria della sanzione penale (ovvero della pena detentiva, secondo l'espressa previsione dell'art.7, §§ 2 e 3 della Direttiva stessa) la funzione di trasmettere «*al pubblico e ai potenziali contravventori il messaggio che tali comportamenti [id est: "le forme gravi di abusi di mercato"] sono considerati molto seriamente dalle autorità competenti*».

## MERCATO DELL'ARTE E DISCIPLINA DEGLI ART FUNDS\*.

### *(Art Market And Art Funds Regulation)*

**ABSTRACT:** *According to the TEFAF Art Market Report 2015, a comprehensive report that examined the global art market in 2014, this market has the highest growth rate ever recorded before, for an amount of more than 51 billion euros worldwide, with an increase of 7% pro year, thus bringing above the pre-recession level, recorded in 2007, which was of 48 billion euros worldwide.*

*In this scene, after having outlined the steps that lead to consider definitively resolved, and in a positive way, the problems of subsumption of art in the context of the collective asset management, the issue attempts to answer to some questions: why to consider art as an asset class? Why are some fund managers investing in art? And more: which are the characteristics and the regulatory framework of the so called art market especially now after the implementation of the AIFMD (i.e. alternative investment fund managers directive)?*

*Not least, in this context, it is analyzed the peculiarities and the criticalities of the art funds, through a mapping — even if considered partial for the moment — of existing funds.*

**SOMMARIO:** 1. Mercato dell'arte e finanziarizzazione del settore: tra regole scritte e non scritte. — 2. Quadro regolatorio degli *art funds* dopo l'attuazione dell'AIFMD. — 3. Classificazione, *performances* e mappatura degli *art funds* esistenti. — 4. Conclusioni.

1. Il primo passo da compiere, in un contributo che intende indagare i meccanismi finanziari e gli aspetti regolatori di un mercato settoriale e

---

\* Contributo approvato dai revisori.

relativamente poco indagato come quello dell'arte<sup>1</sup>, è quello di chiarire in che senso ed in che limiti si può parlare di tale mercato in maniera rilevante per il diritto dei mercati finanziari.

Tale compito è oramai facilitato dalla migliore dottrina, la quale sembra aver risolto in maniera positiva il primo, in ordine logico, dei problemi da affrontare: quello di una corretta sussunzione dei beni d'arte nell'ambito della gestione collettiva del risparmio.

Non sarà inutile vedere più da vicino, in estrema sintesi, le tappe di questa progressiva conquista.

Il punto di partenza sono alcune riflessioni, di oramai qualche anno fa<sup>2</sup>, che evidenziano come il c.d. mercato dell'arte, aderisca, con modalità proprie e precisi caratteri distintivi, alla logica dell'interscambio, necessaria affinché si possa parlare propriamente di mercato, e ciò in accordo con la miglior dottrina, sia giuridica<sup>3</sup> che economica<sup>4</sup>.

Di tale riflessioni, allo stato, non si può però senz'altro accogliere, tra le altre<sup>5</sup>, la considerazione per la quale l'arte non sarebbe riconducibile al novero

---

<sup>1</sup>A quanto ci consta, a parte gli studi, che potremmo definire “preliminari” e di introduzione alla materia, di ZAMPETTI, “*Art funds*”: *Benefici e difficoltà*, in AGE, 1/2007, p. 187 ss.; e IANNACCONE, *Fondi comuni di investimento in opere d'arte: opportunità tra problematiche valutative e conflitti di interesse*, *ibidem*, p. 199 ss., l'unico saggio in dottrina in cui si è tentata una riflessione di più ampio respiro scientifico sugli *art funds* è quello di CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, in *Contratto e Impresa*, XXIII, 3, 2007, p. 736 ss. (ma anche in *Riv. Dir. Civ.*, 2007; e *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007).

<sup>2</sup>Cfr. in tal senso per tutti, il saggio di CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, cit., p. 743 ss.

<sup>3</sup>Per la quale cfr. per tutti MOTTI, *Il mercato come organizzazione*, in *Banca, impresa, società*, 1991, p. 468 ss.; e IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998.

<sup>4</sup>Per la quale cfr. per tutti HAL R. VARIAN, *Microeconomia* [trad. it.], Venezia, 2007; G. PALMERIO, *Elementi di politica economica*, Bari, 2006.

<sup>5</sup>Si dissente infatti anche da altre considerazioni di CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, cit., p. 741 ss., che però non hanno nessuna importanza in questo contesto: come l'evidenziare che le opere d'arte, pur dovendo essere considerate alla stregua di beni economici, risultano in ampia parte sottratte alle regole di piena disponibilità che caratterizzano questi ultimi, con la conseguenza che in molti casi si assisterebbe ad una limitazione della pienezza del diritto di proprietà sulle medesime. L'A. (*op. cit.*, 741), infatti, in questo passaggio, appare troppo concentrato a ragionare sulle opere di alta epoca, spesso dichiarate di interesse culturale — le uniche per le quali possono valere le considerazioni riassunte *supra*, in questa nota —, forse perché proprio in quegli anni era in corso un'operazione, come quella del fondo Pinacotheca, che, non a caso, si è rivelata fallimentare anche per la tipologia di opere scelte, che sono le meno adeguate in assoluto per la

degli strumenti finanziari.

Non sono, infatti, pochi i segnali che indicano come il settore sia oramai ampiamente “finanziarizzato”. Nonostante nei mercati finanziari non si sia fino in fondo capaci di cogliere – fin da subito - le tendenze più grandi che ci passano davanti, semplicemente perché escono dagli schemi<sup>6</sup>, in questo caso, viceversa, i

---

creazione di valore e per ragionare quindi in termini di mercato dell'arte (sul punto, mi sia consentito il rinvio a SEGNALINI, *I primi 110 anni degli art funds. Problemi e prospettive*, in «*Rivista bancaria*», Anno LXXI [Nuova serie], Marzo-Aprile 2015, n. 2, p. 75 ss. ). Inoltre, non si può concordare, sempre volendo escludere le opere di alta epoca, come è corretto che sia, in termini di originalità e unicità delle opere, che le renderebbe scarsamente disponibili sul mercato: il dogma dell'unicità e dell'originalità dell'opera d'arte è oramai ampiamente superato (diciamo da Duchamp in poi), mentre la disponibilità delle opere d'arte, perlomeno contemporanee – le uniche, o quasi, per le quali si può immaginare che un fondo di investimento funzioni — , è garantita, come per ogni mercato, dall'aumento della domanda (e infatti si parla, da Andy Warhol in poi, di “*factory*” per quelli che un tempo erano artigianali *atelier* degli artisti, in cui dozzine di persone lavorano per la produzione delle opere, come oggi avviene nelle *factory* di artisti come Jeff Koons o Damien Hirst).

<sup>6</sup>Così da ultimo, FUGNOLI, *50 Sfumature di grigio. Un'eco del 1994-95 e del 1997-98, non del 2008*, in «*Il Rosso e il Nero. Settimanale di strategia*», Gruppo Kairos Milano, 1 ottobre 2015, p. 1 ss.: il quale con una apprezzabile ironia sottolinea anche come «vista questa incapacità, proviamo una certa invidia per tutti quelli che, in questo momento, esprimono idee forti e decise sul mondo e sui mercati. La produzione di economisti e analisti che affermano di avere capito tutto non va mai in crisi. Una parte di loro è oggi sicura che il mondo sta entrando in recessione, un'altra che tutto continuerà ad andare bene, quanto meno nei paesi sviluppati. Molti si dicono certi che l'inflazione risalerà presto, molti altri affermano perentoriamente che siamo già entrati nella morsa mortale della deflazione permanente. Solo per fare un esempio del bombardamento cui tutti siamo sottoposti, nel giro di pochi minuti ci è capitato di leggere una raccomandazione d'acquisto sulle borse emergenti da parte di una grande banca inglese (un'occasione così si presenta una volta al decennio) e una di vendita da parte di una grande casa giapponese, convinta che il bear market del settore abbia ancora molta strada da percorrere» (*loc. cit.*, 2). Sono parole, quest'ultime, che sicuramente richiamano tutta una linea di pensiero, il cui esponente più noto è sicuramente TALEB, *Il Cigno Nero. Come l'improbabile governa la nostra vita (ed. it.)*, Milano, 2008, p. 11 ss.; ID., *Giocati dal caso. Il ruolo della fortuna nella finanza e nella vita (ed. it.)*, Milano, 2008, p. 13 ss.; ID., *Robustezza e fragilità. Che fare? Il Cigno nero tre anni dopo (ed. it.)*, Milano, 2010; ID., *Antifragile. Prosperare nel disordine*, Milano, 2013: uno dei pensatori più influenti della nostra epoca, che ha dedicato gran parte della vita allo studio dei processi di fortuna, incertezza, probabilità e conoscenza, partendo dall'assunto che, nonostante ci ripetano che il futuro è prevedibile ed i rischi controllabili, viviamo in un mondo che non fa che dimostrare il contrario. Vi è infatti che pensa come, se si esclude la finanza comportamentale, che è umile perché è l'unica che parte dall'analisi empirica non di quello che si pensa o di quello che si dice, bensì di quello che si fa davvero, le teorie dominanti a livello accademico o nella falsa coscienza degli operatori attribuiscono al mercato “superpoteri ad eroe della Marvel Comics” (così ancora FUGNOLI, *I matti che parlano da soli. Quando i mercati se la suonano e se la cantano*, in «*Il Rosso e il Nero. Settimanale di strategia*», Gruppo Kairos Milano, 22 ottobre 2015, p. 1 ss.). A questa corrente di pensiero possono essere senz'altro ricondotte alcune riflessioni di studiosi di diritto dei mercati finanziari: cfr. per tutti MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in «*Analisi Giuridica dell'Economia*», 2009, p. 77 ss.; ID., *Finanza, mercati e regole, ...ma soprattutto persone* (con Marchisio), in «*Analisi Giuridica dell'Economia*», 2012, p. 219 ss.; ID., *Regole e regolatori in tempo di crisi* (con RANGONE), in



segnali sono così evidenti, che siamo già arrivati al punto per cui la tendenza si sta conformando ad uno schema.

Non deve quindi più stupire come l'arte abbia oramai trovato un posto stabile nelle pagine economiche dei quotidiani — è sufficiente pensare all'oramai consueto appuntamento con le pagine di *ArtEconomy* nel «Plus24» de «Il Sole 24 Ore» del sabato — , o come addirittura se ne parli quasi più, o perlomeno più costantemente, in tali pagine che in quelle culturali (altro esempio è l'inserito «Corriere Economia» del «Corriere della Sera» del lunedì, che da anni concede uno spazio fisso, di una pagina, alle aste ed al mercato dell'arte).

In tempi più recenti poi ci si è spinti anche oltre affermando una vera e propria equazione tra arte e strumenti finanziari: non banali in tal senso sono le riflessioni di Bini Smaghi<sup>7</sup>, che evidenzia come ciò che si può osservare in un arco di tempo sufficientemente lungo è che le opere più famose sono anche quelle che valgono di più dal punto di vista monetario, pur con tutte le oscillazioni che possono registrarsi nel tempo: con opere o artisti ben quotati e poi finiti nell'oblio, o viceversa artisti a lungo ignorati o sottovalutati che hanno visto impennarsi le

---

PATALANO - SANTINI (a cura di), *La gestione della crisi*, Padova, 2013, 411 ss.; ID., *Sistema regolatorio e crisi economica* (con RANGONE), in «*Analisi Giuridica dell'Economia*», 2013, p. 383 ss.; ID., *Nuove prospettive per l'educazione finanziaria*, in «*Foro Italiano*», II, 5, febbraio 2015, p. 125 s. e ancora: DI PORTO - RANGONE, *Behavioural Sciences in Practice: Lessons for EU Rule-makers*, in ALEMANNI - SIBONY (a cura di), *Nudging and the Law. What Can EU Law Learn from Behavioural Sciences?*, Oxford, 2015, p. 29 ss.; RANGONE, *Incidenza della regolazione sull'economia ... e viceversa*, in LEMME (a cura di), *Diritto ed economia del mercato*, Padova, 2014, p. 393 ss.; RANGONE, *Qualità delle regole: solo utopia?*, in GALLI - CAPPELLETTI (a cura di), *La qualità delle regole nella società contemporanea*, Roma, 2014, p. 61 ss.; DI PORTO - RANGONE, *Cognitive-based regulation*, in *Federalismi.it, Rivista di diritto pubblico italiano, comunitario e comparato*, n. 20/2013; RANGONE, *Dalle scienze cognitive, alcune indicazioni per i regolatori*, in *Studi parlamentari e di politica costituzionale*, n. 175/2012, p. 97 ss. (anche in «*Economia cognitiva e regolazione. Quaderni dell'osservatorio AREL infrastrutture*», 2012, 1-2); RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in «*Analisi giuridica dell'economia*», 2012, p. 7 ss.; RANGONE, *Il contributo delle scienze cognitive alla qualità delle regole*, in «*Mercato concorrenza regole*», n. 1/2012, p. 153 ss.; RANGONE, *Il contributo dell'economia comportamentale alla qualità delle regole*, relazione al Convegno Associazioni Disiano Preite – Consob, *Scelte di investimento e regole di tutela*, Milano 30 novembre 2010, in [www.associazionepreite.it](http://www.associazionepreite.it); RANGONE, *Mercati finanziari e qualità delle regole*, in *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, I, Padova, 2010, p. 173 ss. (una versione più estesa in «*Banca impresa società*», 2010, n. 1, p. 55 ss.).

<sup>7</sup>Cfr. BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, in «*Aspenia*», LXX, ottobre 2015, p. 158 ss. (= anche su [www.aspeninstitute.it](http://www.aspeninstitute.it))

loro quotazioni.

“Questo tipo di comportamento” – precisa Bini Smaghi<sup>8</sup> – “non è poi molto diverso da quello registrato da altre attività finanziarie”.

In tale contesto viene citato anche Sir Alan Bowness, già direttore della Tate Gallery, che tra i primi ha svelato ciò che agli addetti ai lavori è ben noto da sempre: ovvero come il successo artistico sia il risultato di un processo sistemico.

Del resto, non è una novità come vi siano studi statistici ed empirici che dimostrano che vi è una forte correlazione tra la quotazione di mercato degli artisti ed il loro riconoscimento da parte della critica (misurato anche attraverso il numero di citazioni in libri e riviste di settore).

Chi conosce i mercati finanziari, conosce anche quel meccanismo in base al quale i medesimi cercano di sfruttare tutta l'informazione disponibile, con tutte le potenziali distorsioni del caso, specie quando la si utilizza per prevedere future valorizzazioni: situazione in cui – come nel mercato dell'arte – si verificano, tra gli operatori, comportamenti da gregge, che sono alla base di quegli eccessi e di quelle bolle speculative che poi – o meglio: prima o poi – costringono a tutti gli aggiustamenti del caso, spesso repentini. Chi ad esempio ritiene che le opere di alcuni artisti, specie tra i contemporanei – settore in cui la speculazione è sempre esistita, fin dal XVII secolo – , siano sopravvalutate, dice in altri termini che la critica (quindi l'informazione di settore) li sta sopravvalutando, mettendo le basi per la creazione di una bolla.

Motivo per cui – conclude Bini Smaghi – «la creazione di un'opera d'arte è in fin dei conti il risultato di una presa di rischio straordinaria da parte dell'artista nel cercare una via innovativa, con esiti altamente incerti e valutazioni influenzate da asimmetrie informative. Come gran parte degli strumenti finanziari»<sup>9</sup>.

Con questa lucida analisi, l'economista finisce quindi col rispondere in gran parte al perché l'arte può essere considerata un *asset class*<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup>Ancora BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, cit., 158 s.

<sup>9</sup>Cfr. BINI SMAGHI, *Il valore dell'arte*, cit., 161.

<sup>10</sup>Il forum di Aspenia, nel numero LXX della Rivista – da cui è tratto l'articolo di Bini Smaghi

Sarà quindi a questo punto sufficiente aggiungere come l'opera d'arte possa essere considerata come *asset* essenzialmente per un triplice ordine di ragioni: perché è parte del patrimonio di un cliente di una banca che gestisce patrimoni finanziari individuali e familiari; perché rappresenta per il gestore una leva sensibile che aiuta a stabilire una sintonia con il cliente, facilitando così anche l'esecuzione di altre operazioni; perché, soprattutto per il cliente rappresenta anche un valore di identità personale. Sappiamo che esistono tre principali *asset class*: *equities*, *bonds* e divisa estera, cui vanno aggiunti gli *asset* alternativi, come gli immobili, l'oro, le opere d'arte, i vini di pregio, le automobili d'epoca, i gioielli e gli orologi *vintage*.

Ciò posto — e prima di proseguire con l'analisi — , non sarà inutile aggiungere qualche dettaglio in più per capire come sia cambiato il mondo del collezionismo tra XX e XXI secolo, citando da un testo recentemente apparso: «se c'è una differenza definitiva tra come si collezionava in passato — all'incirca fino a vent'anni fa — e come si colleziona nel secondo decennio del XXI secolo — scrivono gli autori: una coppia di collezionisti e *art advisor* americani — per noi è questa: in passato la maggior parte dei collezionisti comprava arte con la convinzione (o forse la speranza) che le loro acquisizioni sarebbero, in futuro, divenute importanti nella storia dell'arte e che con tale riconoscimento i lavori avrebbero potuto anche aumentare di valore. Oggi, invece, vi è una convinzione diffusa tra molti

---

oggetto di riflessione *supra*, nel testo - , conduce in realtà un'analisi più complessa, e comunque più vasta, cercando anzitutto di spiegare i meccanismi che legano arte ed economia: come si spende e come si investe nelle opere d'arte è un modo interessante per capire il rapporto tra creatività e valore economico. In quest'ottica, la creazione di un'opera d'arte è in fin dei conti una presa di rischio straordinaria da parte dell'artista nel cercare una via innovativa, con esiti altamente incerti. L'innovazione vale anche per chi investe. Sono in aumento, ad esempio, nuove forme di mecenatismo culturale: l'arte, come sottolinea un altro degli autori che hanno partecipato al dibattito sulla rivista, parlando della collezione di Deutsche Bank, entra nei luoghi di lavoro, diventando una componente integrante della cultura aziendale. I contributi che sono stati pubblicati analizzano anche il rapporto fra cultura e influenza internazionale: si tratta, come noto, di un terreno cruciale per l'Italia ma anche di un terreno molto più delicato di quanto si possa intuire. Più in generale, è un aspetto poco studiato ma certo non secondario delle relazioni internazionali. La cultura andrebbe vista come una leva essenziale del *soft power* di una nazione, che richiede infatti consapevolezza e convinzione nella propria identità. Anche per questa ragione — e lo ricorda la furia distruttrice dello Stato islamico — l'arte è da sempre oggetto di scontri di potere. Ed è comunque essa stessa una forma di potere, grazie all'influenza internazionale che ne può derivare.

collezionisti d'arte che, quando i prezzi di un artista aumentano sostanzialmente, tale sviluppo da solo – *ipso facto* – segnali l'importanza storica dell'artista. In sostanza, i marcatori di valore sono stati invertiti»<sup>11</sup>. Nello scenario del collezionismo del nuovo secolo, quindi, sembra esserci più attenzione all'andamento del mercato, che non agli aspetti conoscitivi che, da sempre, stanno alla base del collezionare arte (soprattutto contemporanea). Un cambiamento importante che non ci permette più di parlare in modo generico di collezionista, ma ci obbliga a scindere questo soggetto in almeno tre figure: il collezionista puro – che persegue valori di puro godimento e dividendo estetico e culturale – , l'investitore e lo speculatore. Fermo restando che, come spesso avviene nelle schematizzazioni, i confini reali non sempre sono così netti.

Vediamoli per un attimo più da vicino.

Spesso quella dell'investitore è solo una figura derivata da quella del collezionista puro. Diciamo, un collezionista, più o meno appassionato d'arte, ma che ha una forte attenzione per il valore economico futuro di quello che compra e che, di conseguenza, crede fermamente nell'autorità del mercato: il prezzo per lui diventa la bussola principale per capire cosa va di moda in un determinato momento orientando, di conseguenza, le sue scelte. Generalizzando, per il collezionista-investitore vale, molto spesso, l'assioma secondo cui le opere migliori sono quelle che costano di più.

Oggi poi quella dell'investitore è forse la figura più in ascesa nel sistema dell'arte, seppur con diverse sfaccettature: si va da chi, fortemente appassionato, riconosce all'arte anche un ruolo nella diversificazione del proprio pacchetto di investimenti finanziari (da qui il proliferare, nel *private banking*, di servizi di *art advisory* che aiutano a costruire collezioni private *ad hoc*).

All'estremo opposto del collezionista puro troviamo, invece, lo speculatore: un'evoluzione, in negativo, dell'investitore. In questo caso l'interesse per l'arte in sé è veramente secondario, quello che conta è il guadagno finanziario che si può

---

<sup>11</sup>Cfr. WAGNER - WESTREICH WAGNER, *Collecting Art for Love, Money and More*, London, 2014, p. 37 ss.

ottenere da una compravendita ben gestita. Nella sua versione più nobile, la speculazione in arte potrebbe trovare un canale negli *art funds*: il che è fenomeno relativamente nuovo, risalendo il primo fondo d'arte – seppure *ante litteram* - al 1904<sup>12</sup>.

Accanto ai fondi, ovviamente, non mancano – proprio come accade in borsa – gli speculatori veri e propri che comprano e vendono all'asta con grandissima rapidità. Giusto il tempo di far salire i prezzi. Questa è una figura particolarmente invisibile ai galleristi: tra quelle che possono essere considerate le (molte) “regole non scritte” del mercato dell'arte, infatti, ve n'è una che prevede, in caso di vendita, che il collezionista si rivolga, in via prioritaria, al gallerista da cui ha comprato l'opera che intende cedere. Per il mercante, d'altronde, è fondamentale tenere sotto controllo il mercato di un proprio artista e proteggerlo, difendendone, in questo modo, anche la carriera. Lo speculatore che compra in galleria per rivendere in asta a prezzi esorbitanti, di fatto, spezza questo meccanismo, oltre a causare quelle distorsioni dei prezzi che caratterizzano spesso la fascia alta del mercato. Al punto che una delle tendenze registrate nel 2013 è stato proprio il crescente interesse del collezionismo internazionale per la fascia media del mercato, più immune alle speculazioni<sup>13</sup>.

Alla domanda comune del perché alcuni gestori di fondi — e vedremo nel prosieguo del discorso quali sono, almeno in parte, allo stato<sup>14</sup> — investano in opere d'arte la risposta non può essere univoca.

Senz'altro però l'investimento — come tutte le forme di investimento — è motivato dal ritorno finanziario, dalla circostanza per cui si ha a che fare con esemplari unici (o quasi) di alto valore artistico e culturale, e non ultimo dal fattore di prestigio e dalla possibilità di cavalcare, in questo comparto come in

---

<sup>12</sup>Sia consentito il rinvio a SEGNALINI, *Anche per soldi, non solo per passione*, in «FCHub» (Dopo l'anno zero), Quaderni di Minerva Bancaria, 2014, 82 ss.; EAD., *I primi 110 anni degli art funds. Problemi e prospettive*, cit., p. 75 ss.

<sup>13</sup>Ancora una volta sia consentito il rinvio, per questo tipo di considerazioni, a SEGNALINI, *Dizionario giuridico dell'arte. Guida al diritto per il mondo dell'arte*, Milano, 2010, *passim*.

<sup>14</sup>Cfr. *infra*, nel testo, § 3.

altri, le “bolle” speculative del mercato dell’arte.

Il quale ha raggiunto, nel 2014, il maggior tasso di crescita mai registrato prima, arrivando a valere più di 51 miliardi di euro a livello globale, con un incremento del 7% annuo, ben al di sopra del livello pre-recessione registrato nel 2007, che era pari a 48 miliardi di euro<sup>15</sup>; ed un +81% rispetto al 2009, anno del punto più basso della storia recente del mercato.

A questo punto non rimane che osservare più da vicino qual è il quadro regolatorio che sottende gli *art funds*, ora che il medesimo sembrerebbe essere più maturo, dopo l’attuazione, finalmente anche nel nostro Paese, della Direttiva 2011/617UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori dei fondi di investimento alternativi (c.d. AIFMD, acronimo che sta per “*alternative investment fund managers directive*”<sup>16</sup>).

2. Quello che preme infatti a questo punto far emergere è come anche il quadro normativo, all’indomani del recente, completo, recepimento della, appunto, Direttiva AIFMD, sia sostanzialmente maturo.

Il percorso compiuto della legislazione sui fondi è infatti oramai chiaro e al suo interno si possono delineare due direzioni: la prima, già tracciata col T.U.F.<sup>17</sup>, ed ancora più marcatamente segnata dalla Direttiva AIFMD che dà ampio spazio ai fondi atipici, è quello della “detipizzazione” della materia (là dove nel sistema precedente al T.U.F., era necessario un nuovo intervento legislativo per l’introduzione di ogni tipo di fondo comune di investimento, e addirittura per ogni

---

<sup>15</sup>I dati sono quelli diffusi dal Tefaf Art Market Report 2015: un ampio rapporto, commissionato dalla Fiera antiquaria Tefaf di Maastricht, che ha esaminato il mercato globale dell’arte del 2014 e l’impatto economico e finanziario del medesimo. Nel 2014, tale mercato è stato globalmente dominato da tre principali Paesi: Stati Uniti (39%), Cina (22%) e Regno Unito (22%). In questo scenario, il mercato italiano dell’arte pesa circa per lo 0,8% nel mondo e per il 2,5 % in Europa: in termini di valore quindi un po’ meno di 500 milioni di euro.

<sup>16</sup>Direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell’8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le Direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i Regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

<sup>17</sup> Il quale è l’acronimo del Testo Unico della Finanza: Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modificazioni (ultimo aggiornamento: Decreto legislativo n. 181 del 16 novembre 2015).

modifica delle sue caratteristiche); la seconda direzione è quella definitivamente presa già col Decreto Eurosim del 1996<sup>18</sup>, attraverso cui si è fatta la scelta di un modello di mercato di tipo privatistico, pur se sottoposto alla vigilanza dell'autorità pubblica, il che se è possibile si è andato ora ancor più consolidando, soprattutto se guardiamo nell'ambito dei fondi alternativi, dove è indubbio che l'autonomia privata gioca un ruolo essenziale, mentre il ruolo del controllo dell'autorità pubblica si affievolisce.

In questo processo che abbiamo chiamato di "detipizzazione" del sistema, si è andato però delineando una sorta di "archetipo" del fondo alternativo, che, come per l'impianto regolamentare, pur non essendo stato pensato appositamente per i fondi di arte – e del resto ci saremmo stupiti del contrario, considerando la prima delle direzioni poc'anzi evidenziate - , proprio a tali fondi può essere agevolmente sovrapposto.

L'archetipo è quello del FIA italiano di tipo "chiuso" - in quanto facilmente si supera la soglia del 20% di investimenti in beni o attività con un minor grado di liquidità, come specificato nell'art. 4 del recente Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n. 30, attuativo dell'art. 39 del novellato T.U.F.<sup>19</sup> - , meglio ancora se riservato, in quanto in questo caso è possibile la costituzione anche mediante apporto (di opere, nel nostro caso); non è necessaria l'autorizzazione della Banca d'Italia; si può costruire in maniera mirata il Regolamento del fondo (rispettandone un contenuto minimo stabilito dalla normativa): una tipologia di fondo che può avere una durata massima di 50 anni, decisamente molto

---

<sup>18</sup>Decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415 di recepimento della Direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993 relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della Direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993 relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

<sup>19</sup>Il D.M. n. 30/2015 è entrato in vigore il 3 aprile 2015 e sostituisce il precedente Decreto ministeriale 24 maggio 1999, n. 228, completando così l'iter di recepimento della Direttiva AIFMD, avviato con le modifiche al T.U.F. apportate dal Decreto legislativo 4 marzo 2014, n. 44; e poi proseguito anche col Provvedimento 19 gennaio 2015 della Banca d'Italia (contenente il nuovo Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio) e col Provvedimento congiunto Banca d'Italia-Consob 19 gennaio 2015 (che modifica il Regolamento congiunto in materia di organizzazione e procedure degli intermediari del 19 ottobre 2007).

funzionale ad investimenti a lungo termine, come quelli di arte, soprattutto quando la scelta sia quella di compierli attraverso, per l'appunto, un fondo.

Il che non esclude ovviamente la possibilità di configurare un FIA italiano chiuso di tipo non riservato.

Oramai poi con la Direttiva AIFMD, è previsto come la SGR che gestisce un fondo alternativo si debba dotare di un documento di *policy* con una mappatura dei conflitti di interesse (con un meccanismo che è quindi simil-UCITS, pur trattandosi di fondi non armonizzati); mentre anche se la medesima Direttiva preveda solo facoltativa la presenza dei c.d. esperti indipendenti (là dove la normativa italiana li aveva già previsti come obbligatori perlomeno nei fondi immobiliari, con i quali i fondi di arte hanno molte analogie), è indubbio essa sia fisiologica in un fondo di arte.

Non a caso poi il già citato Decreto ministeriale 5 marzo 2015, n. 30, rafforza i presidi e le cautele per i conflitti di interesse (di cui invece non si faceva menzione nel precedente Decreto ministeriale del 1999).

Il che è totalmente in linea col modello organizzativo della SGR promosso e suggerito, anche attraverso protocolli di autonomia, ad esempio da Assogestioni: in cui si immagina un comitato investimenti, degli esperti indipendenti, ed un Cda con amministratori indipendenti.

Si ritiene infatti come la compresenza di soggetti diversi, tutti con ruoli indipendenti, e soprattutto di momenti diversi di confronto tra i medesimi, possa ben neutralizzare i conflitti di interessi.

Un problema quest'ultimo che non è nuovo – come non è nuova la questione degli amministratori indipendenti (che si era posta anche al momento della loro introduzione nelle Spa) – , e che soprattutto non comporta che l'operazione non si faccia, ma semplicemente che i conflitti siano gestiti, attraverso i molteplici strumenti ora a disposizione: basti ricordare, oltre a quanto già sottolineato, anche l'art. 21 del T.U.F.<sup>20</sup> e quanto previsto in materia anche

---

<sup>20</sup>Art. 21 (criteri generali) del T.U.F: «Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento



dalla Direttiva 2004/39/CE, la c.d. MiFID<sup>21</sup>.

Proviamo ora a fare un passo ulteriore.

### 3. Innanzitutto in termini di classificazione dei fondi.

Partiamo dal caso del Lussemburgo, che è del tutto particolare, in quanto una serie di condizioni (fiscali, normative, politiche, etc.) lo rendono la seconda piazza di fondi di investimento al mondo dopo gli Stati Uniti.

Al 31 dicembre 2013, infatti, quasi 2,6 trilioni di *asset* e più di 3.900 fondi risultavano domiciliati in Lussemburgo.

A partire dal 2007, e con la creazione, rivelatasi vincente, del regime SIF, il Lussemburgo ha registrato un incremento significativo del numero di veicoli legali utilizzati per gli investimenti alternativi.

---

e accessorie i soggetti abilitati devono:

- a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;
- b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;
- c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;
- d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività.

1-*bis*. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e dei servizi accessori, le Sim, le imprese di investimento extracomunitarie, le Sgr, le società di gestione armonizzate, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del testo unico bancario, le banche italiane e quelle extracomunitarie:

- a) adottano ogni misura ragionevole per identificare i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra clienti, e li gestiscono, anche adottando idonee misure organizzative, in modo da evitare che incidano negativamente sugli interessi dei clienti;
- b) informano chiaramente i clienti, prima di agire per loro conto, della natura generale e/o delle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate ai sensi della lettera a) non sono sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato;
- c) svolgono una gestione indipendente, sana e prudente e adottano misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente».

<sup>21</sup>La Direttiva 2004/39/CE sui mercati degli strumenti finanziari, meglio nota con l'acronimo inglese MiFID (*Market in Financial Instruments Directive*) è stata approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo il 20 aprile 2004, abrogando la precedente Direttiva 93/22/CE sui servizi di investimento, detta ISD (*Investment Services Directive*). In Italia il Testo Unico della Finanza è stato modificato con il Decreto legislativo n. 164 del 17 settembre 2007.

Nel Paese è inoltre entrata in vigore a pieno regime già da due anni la Direttiva AIFMD.

In estrema sintesi, possiamo affermare come le strutture alternative siano organizzate in questo stato sotto forma di UCI, SIF e SICAR, veicoli legali inseriti in un quadro assai flessibile, in quanto tali strutture possono essere ulteriormente abbinate alla scelta di una forma giuridica (SICAV, SICAF, FCP). Nonostante le strutture SIF e SICAR siano dedicate ai c.d. “investitori ben informati”, la diversità degli schemi permessi fornisce ai gestori la possibilità di creare la struttura più adatta agli investimenti alternativi.

Gli UCI in particolare dal momento che non possono essere qualificati come UCITS armonizzati, consentono un’esposizione verso *asset* alternativi. Sulla base della normativa *alternative*, gli UCI vengono automaticamente qualificati come AIF; possono essere costituiti sotto forma societaria o contrattuale ed essere creati come veicoli comuni chiusi: in Lussemburgo la commercializzazione di questo tipo di fondi è infatti consentita anche alla clientela *retail*.

Le SICAR (società d’investimento in capitale di rischio), progettate essenzialmente per gli investimenti in capitale di rischio (*private equity* e *venture capital*) si differenziano dai SIF in quanto permettono la concentrazione degli investimenti in un unico progetto, senza obbligo di diversificazione.

I SIF, infine, creati nel 2007, sono un veicolo che consente, attraverso l’utilizzo di un quadro normativo adattabile, investimenti in qualsiasi tipo di *asset*, compresi quelli “specializzati” (come ad es. oggetti d’arte, vini pregiati, etc.): l’unico limite agli investimenti (e ai progetti di investimento, potenzialmente illimitati grazie a questo strumento), deriva dal principio della diversificazione dei rischi, che è applicabile alle SIF (e non alle SICAR, come già evidenziato).

I SIF beneficiano inoltre di un regime fiscale agevolato, per cui gli investitori, qualora non siano domiciliati né residenti in Lussemburgo, non sono soggetti alla tassazione delle plusvalenze, dei proventi o delle ritenute alla fonte sulla distribuzione dei dividendi.

Venendo invece al nostro Paese, e per circostanziare meglio quanto già accennato circa l'inquadramento più corretto dei fondi di arte<sup>22</sup>, vi è da dire innanzitutto come la cornice generale della materia sia stata definita — come del resto in tutta Europa — con l'attuazione, ormai portata completamente a termine, in tempi relativamente recenti, della direttiva 2009/65/CE, c.d. direttiva UCITS I<sup>23</sup>, che ha progressivamente ridisegnato il sistema: dividendo le tipologie di fondi innanzitutto tra quelli UCITS e quelli non UCITS.

Tra le principali caratteristiche dei fondi UCITS vi è, tra le altre<sup>24</sup>, la liquidità, che deve essere fornita almeno ogni 15 giorni. Addirittura la maggior parte dei

---

<sup>22</sup>Cfr. *supra*, § 2, nel testo.

<sup>23</sup>Direttiva che rappresenta l'ultimo dei provvedimenti che, nel corso degli anni, hanno implementato le precedenti Direttive del Parlamento europeo, note agli addetti ai lavori come UCITS III e pubblicate il 21 gennaio 2002 (2001/107/CE, c.d. Direttiva gestore, e 2001/108/CR, c.d. Direttiva prodotto), che a loro volta avevano aggiornato la Direttiva 85/611/CEE, c.d. direttiva UCITS I (dove UCITS sta per “*Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities*”). La UCITS IV è stata recepita in Italia con il Decreto legislativo 16 aprile 2012, n. 47.

<sup>24</sup>In sintesi, le principali novità introdotte dalla Direttiva UCITS IV, e indirizzate a pervenire ad un mercato unico per l'istituzione, la gestione e la distribuzione di OICVM nell'Unione Europea, consentendo a ciascuna società di gestione di sviluppare la propria operatività anche in via transfrontaliera, sono le seguenti: (a) passaporto del gestore: la Direttiva introduce una regolamentazione del passaporto del gestore che consente ai fondi comuni autorizzati in uno Stato Membro di essere gestiti da una società di gestione insediata in un altro Stato Membro e da questo autorizzata, purché siano soddisfatti alcuni requisiti (il che potrebbe portare ad una riduzione dei costi, pur preservando il livello di tutela degli investitori); (b) vigilanza del Paese di origine: si prevede che una società di gestione sia soggetta alla vigilanza prudenziale dello Stato Membro di origine, a prescindere dal fatto che questa costituisca una succursale o operi in regime di libera prestazione di servizi in un altro Stato Membro (dovendo quindi rispettare le norme in materia di organizzazione poste dallo Stato Membro di origine; mentre deve osservare le norme dello Stato ospitante gli OICVM gestiti, in materia di costituzione e funzionamento dei medesimi); (c) armonizzazione delle procedure di fusione: tramite anche una riduzione degli oneri amministrativi che gravano sui gestori che intendono dar vita ad una fusione di fondi transfrontaliera; (d) disciplina delle strutture *master-feeder*: che consente ad un OICVM *feeder* di investire tutto o in parte il proprio patrimonio in un OICVM *master*, così da favorire lo sviluppo di nuove opportunità di *business*; (e) tutela degli interessi degli investitori: tramite un significativo cambiamento del contenuto e della modalità di presentazione delle informazioni fornite agli investitori, tramite l'introduzione del *key investor informations document* (Kiid), che sostituisce il prospetto semplificato, e che contiene le informazioni chiave necessarie all'investitore finale, sia *retail* che istituzionale, prima della sottoscrizione di un OICVM. Tale documento, che si caratterizza per la sua brevità, è disponibile per ogni classe attiva di prodotto amministrato dalla società di gestione, ha una struttura “tipo”, indicata dalla normativa europea, e ha quindi lo scopo di uniformare le informazioni contenute nel documento d'offerta promuovendo una maggiore trasparenza ed una migliore comprensione, facilitando anche il confronto (soprattutto su costi e profili di rischio) tra prodotti gestiti in diversi Paesi europei.

fondi UCITS alternativi<sup>25</sup> offre liquidità giornaliera o settimanali.

Il che pone automaticamente i fondi d'arte — per i quali è impensabile ipotizzare una liquidità di tal fatta — , rispetto allo scenario delineato nella Direttiva UCITS IV, tra i fondi alternativi non UCITS.

La suddivisione dei fondi per tipologie secondo il novellato T.U.F. è infatti la seguente: da un lato, abbiamo gli OICVM italiani (rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva UCITS IV, quindi in sostanza i fondi armonizzati); e dall'altro, gli OICR italiani, in altre parole i FIA italiani (rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva AIFMD)<sup>26</sup>.

I FIA possono essere a loro volta distinti in FIA italiani (al dettaglio) e FIA italiani riservati<sup>27</sup>.

In questo contesto, allo stato, gli *art funds* sembrerebbero quindi, come già evidenziato, poter potenzialmente rientrare innanzitutto nella tipologia degli Oicr italiani chiusi, ed in particolare dei FIA italiani chiusi: questo avverrebbe

---

<sup>25</sup>Un fondo UCITS alternativo (o fondo UCITS *absolute return*) è un organismo di investimento collettivo del risparmio che, pur potendosi considerare di tipo “armonizzato” (nel senso, in questo caso, di conforme alla Direttiva UCITS IV), adotta strategie di investimento e tipologie di prodotto dapprima riservate a quelli che si usava chiamare, fino all'introduzione di quest'ultima normativa, *hedge funds*. Le quote o azioni dei fondi UCITS alternativi possono essere commercializzate all'interno dell'Unione europea, sia alla clientela *retail* che a quella istituzionale, ma è richiesto, “a monte”, la registrazione di tali fondi presso le Autorità di Vigilanza di uno Stato Membro.

<sup>26</sup>In questa sede, non è inutile notare come cambino anche le definizioni di Oicr aperto e chiuso: l'Oicr aperto — di cui all'art. 1, comma 1, lettera k-bis) del novellato T.U.F. — diventa pertanto “l'Oicr i cui partecipanti hanno il diritto di chiedere il rimborso delle quote o azioni a valere sul patrimonio dello stesso, secondo le modalità e con la frequenza previste dal regolamento, dallo statuto e dalla documentazione d'offerta dell'Oicr”. Mentre l'Oicr chiuso diventa una categoria residuale, definita, nell'art. 1, comma 1, lettera k-ter), come “l'Oicr diverso da quello aperto”. Là dove nello stesso contesto — art. 1, comma 1, lettera k) del T.U.F. — l'Oicr è l’“Organismo di investimento collettivo del risparmio” (Oicr): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”; mentre il “fondo comune di investimento” è “l'Oicr costituito in forma di patrimonio autonomo, suddiviso in quote, istituito e gestito da un gestore” (così ancora l'art. 1, comma 1, lettera j), del novellato T.U.F.

<sup>27</sup>Sempre secondo il novellato T.U.F., si intende per FIA italiano, l'Oicr di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-ter): “Oicr alternativo italiano” (FIA italiano): il fondo comune di investimento, la Sicav e la Sicaf rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2011/61/UE [n.d.r.: la Direttiva AIFMD]”. Mentre il FIA italiano riservato, è l'Oicr di cui all'art. 1, comma 1, lettera m-quater) dell'ultima versione del T.U.F.: “FIA italiano riservato”: il FIA italiano la cui partecipazione è riservata a investitori professionali e alle categorie di investitori individuate dal regolamento di cui all'articolo 39”.

soprattutto nel caso in cui il loro patrimonio, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d'Italia — della cui autorizzazione tale tipologia di fondi pertanto necessita —, sia investito in “altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale”<sup>28</sup>.

Ancora più congeniale al particolare mercato dell'arte, sembra però essere l'altra categoria in cui potrebbero essere inquadrati gli *art funds*: quella degli Oicr italiani riservati, ed in particolare dei FIA italiani riservati, pensati, principalmente, per investitori professionali, nella forma sia di fondo chiuso che aperto; ma a cui possono partecipare, a certe condizioni, anche investitori non professionali (anche se questo resta ancora, secondo alcuni interpreti, il grande nodo irrisolto di tale normativa)<sup>29</sup>.

Poiché però è previsto che il FIA che investa in beni o attività con un minor grado di liquidità o in strumenti finanziari non quotati, diversi da quote o azioni di Oicr aperti, in misura superiore al 20%, debba necessariamente assumere la forma chiusa<sup>30</sup>, è quindi quest'ultima l'opzione che probabilmente si dovrà scegliere all'atto della costituzione di un FIA riservato che investa in opere d'arte.

Ma a parte le considerazioni teoriche e tassonomiche, qual è — si perdoni il gioco di parole — lo stato dell'arte degli *art funds*?

Secondo il *Deloitte Art and Finance report 2014*, il mercato dei fondi di investimento di arte rimane ancora una nicchia del settore arte e finanza: nonostante siano emersi alcuni modelli di successo, sembrerebbe essere ancora troppo presto per parlare, per questo comparto, di un mercato a pieno titolo.

---

<sup>28</sup>Così l'art. 4, comma 1, lettera f) del recente Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n. 30, attuativo dell'art. 39 del novellato T.U.F., da leggersi in questo caso con il successivo art. 10. Si è già ricordato come l'esistenza di un “mercato dell'arte” compatibile con il contesto della gestione collettiva del risparmio, sia un problema già preliminarmente risolto, in positivo, in dottrina: in tal senso, cfr. per tutti CAPRIGLIONE, *I fondi chiusi di beni d'arte*, cit., 743 ss.

<sup>29</sup>Nonostante la normativa abbia previsto tutta una serie di correttivi, su cui si tornerà *infra*, nel prosieguo del discorso.

<sup>30</sup>Cfr. in tal senso, l'art. 10, comma 1, sempre del Decreto ministeriale 5 marzo 2015 n. 30, attuativo dell'art. 39 del T.U.F.

Solo un'attenta analisi delle motivazioni degli *high net worth individuals* negli acquisti e nell'investimento in arte, secondo gli analisti, potrebbe creare dei modelli vincenti di *art funds*: adatti, in altre parole, ad attrarre domanda verso questo tipo di prodotto.

L'investimento in arte a livello di industria globale si concentra, come è ovvio, in fondi d'arte che possano dimostrare un *track record*.

Il mercato globale dei fondi di investimento in arte è stato stimato (prudenzialmente) in \$ 1,26 nel primo semestre del 2014, con una tendenza quindi al ribasso rispetto ai \$ 2.13bn del 2012, soprattutto però a causa di una correzione significativa dei fondi di investimento e dei fondi di arte in Cina. Nel 2014, si stima che 72 fondi d'arte fossero in attività nel mondo, e che ben 55 di questi erano in Cina.

Un Paese, quest'ultimo, in cui la fiducia nei fondi di arte, ma anche più in generale nell'investimento in arte, sembrerebbe contrarsi rapidamente, secondo Deloitte, con una stima di \$ 169.000.000 di investimenti nel 2013, rispetto ai \$ 529.000.000 del 2012: complici, ovviamente, i regolamenti governativi più severi per il mercato ombra-bancario cinese, che ha innescato, come effetto collaterale, proprio un calo dei fondi di investimento in arte.

Anche se in controtendenza si potrebbe citare il recente caso del *Nu couché* di Mofigliani, venduto a New York per 170 milioni di dollari e acquistato da un ex tassista del Sol Levante: il cinese che "la competizione anziché temerla l'ha fatta piatta. Prima è diventato miliardario, poi ha iniziato a collezionare arte e si è costruito un paio di musei. Ora ha spazzato via gli avversari che tentavano di portargli via il Modigliani, venduto da Laura Mattioli Rossi. (rell.) Fatti indicativi di un nuovo ordine mondiale. Da una parte il collezionista occidentale che vende e dall'altra il cinese che compra. A raccontare come i rapporti di forza siano cambiati nell'arte e non solo sul mercato ma nelle sensibilità"<sup>31</sup>.

Quel che è certo è come, casi eccezionali a parte, le conclusioni di Deloitte

---

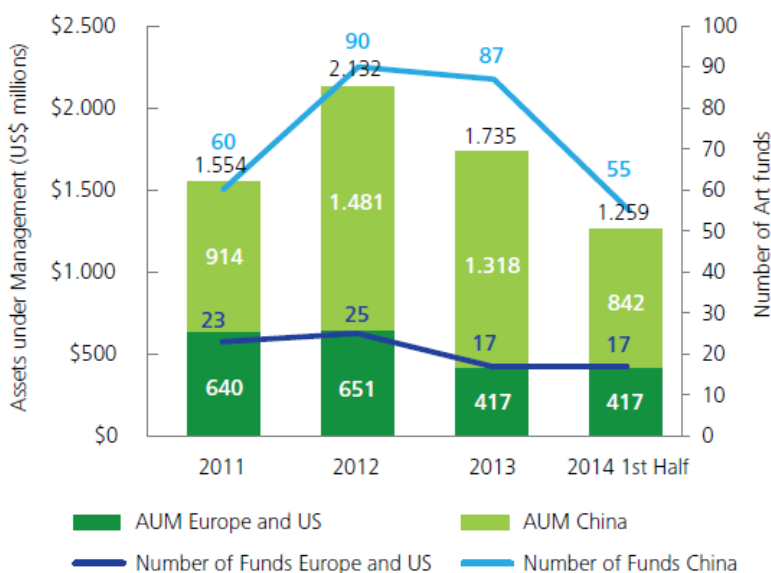
<sup>31</sup>Così BONAMI, *Un simbolo del nuovo ordine mondiale*, in «La Stampa» dell'11 novembre 2015.

sembrerebbero non collimare perfettamente con la mappatura dei fondi di investimento in arte — sulla quale si dirà tra poco — , che sembrerebbe piuttosto fotografare un mercato dei fondi di arte attivo a prescindere dalla Repubblica Popolare Cinese, forse quindi un po' sopravvalutata dagli analisti.

Mentre il mercato degli *art funds* europeo e degli Stati Uniti sarebbe rimasto, sempre secondo Deloitte, relativamente stabile nel 2014, con circa \$417 million di c.d. *Asset Under Management* (AUM).

Anche in tale contesto ovviamente i fondi con almeno tre o cinque anni di *track record* attraggono più facilmente investitori, soprattutto nella congiuntura attuale, mentre quelli che non hanno, o quasi, precedent di successo, faticano di più per attrarre l'attenzione: esemplare in tal senso è il caso di *The Fine Art Fund Group* — l'unico gestore di *art funds* che può vantare un *track record* convincente — , che raccoglie \$250 milioni dei \$417 totali, rappresentando circa l'80,3% dei c.d. AUM americani ed europei.

Fig. 32 Global art investment fund market 2011—2014 1<sup>st</sup> half  
Estimated assets under management (AUM) in US\$



As more information has been released regarding the art trust market in China, we updated the figures for the period between 2011 and June 2014, which were significantly higher than the estimates we used in the previous two editions of the Art & Finance Report.

Source: Deloitte Luxembourg & ArtTactic Art & Finance Report 2014

La fiducia nel futuro dell'industria degli *art funds* si contraddistinguerebbe inoltre, sempre secondo Deloitte, per le (apparenti) contraddizioni: la maggior parte dei professionisti dell'arte e dei collezionisti crede che il settore si espanderà non poco nei prossimi due o tre anni, mentre i *wealth managers* tendono ad essere — o perlomeno ad apparire — ancora molto cauti in merito, soprattutto per quanto riguarda le questioni relative alla *due diligence* di tali fondi, alla mancanza di liquidità, ai problemi di valutazione, alla mancanza di *track record*; cui si aggiungono tutte le perplessità relative a un mercato, come quello dell'arte, che potrebbe apparire — perlomeno agli occhi dei gestori — come poco regolamentato<sup>32</sup>.

Queste riflessioni sembrerebbero, almeno in parte, essere smentite da una prima mappatura degli *art funds*<sup>33</sup>, dalla quale emerge la situazione seguente: tra 35 fondi (sicuramente) censiti e di cui si riesce ad avere qualche dato, nessuno è basato in Cina. Ben 8, non a caso, sono basati in Lussemburgo<sup>34</sup>; 3 alle isole Cayman<sup>35</sup>; 2 negli Stati Uniti<sup>36</sup>; 2 a Tel-Aviv<sup>37</sup>; 2 a New Delhi<sup>38</sup>; per il resto, ne risultano poi uno in Polonia<sup>39</sup>, uno in Russia<sup>40</sup>, uno in Svizzera (con un altro, dello

---

<sup>32</sup>In senso contrario, si permetta comunque il rinvio *infra*, al § 4 (Conclusioni) di questo lavoro.

<sup>33</sup>Per la mappatura degli *art funds*, sia consentito un ringraziamento particolare al Centro Arcelli per gli studi Monetari e finanziari (CASMEF) della Luiss, ed al suo Direttore, prof. Giorgio Di Giorgio, coadiuvato dalla dott.ssa Barbara Pastorelli.

<sup>34</sup>Si tratta in particolare di *Advanced Capital Art Fund*, di *Advanced Capital*, di cui non conosciamo l'oggetto dell'investimento; *Sgam Alternative Investment* di Société Générale, che investe nell'arte del XX e del XXI secolo, quindi moderna a contemporanea; e poi dei cinque fondi lanciati dal gruppo *The Fine Art Fund* (*The Fine Art Fund I, II e III*; *The Chinese Fine Art Fund*; *The Middle Eastern Fine Art Fund*), di cui uno concentrato sull'arte cinese, uno sull'arte del Medio Oriente, e gli altri essenzialmente sull'arte contemporanea, con l'eccezione del primo fondo, quello del 2004, che nell'ottica di una diversificazione del portafoglio, aveva inserito anche *old masters* e impressionisti.

<sup>35</sup>L'*Artemundi Global Fund* della *Artemundi Group*, focalizzato su lavori di alta epoca, l'*Art Photography Fund*, che investe in fotografia, e lo *Sharpe Art Fund*, di cui non è dato conoscere agevolmente l'oggetto dell'investimento.

<sup>36</sup>L'*American Masters Collection I*, di *The Collectors Fund*, che si concentra sull'arte contemporanea americana del XXI secolo; e, successivamente, sempre dello stesso gestore e con lo stesso oggetto di investimento, il *Twentieth Century Masters Collections*.

<sup>37</sup>L'*Art Partners I e II*, di *Art Partners*, entrambi concentrati sull'arte contemporanea e *post war*.

<sup>38</sup>Il *Copal Art* della *Ajay Seth*, che investe in artisti indiani contemporanei, ed il *Crayon Capital Art Fund* della *Crayon Capital*, con il medesimo oggetto di investimento.

<sup>39</sup>Di cui, dal censimento fatto, conosciamo solo il gestore, l'*Abbey House*, e nessun altro dettaglio.



stesso gestore, che sta per partire)<sup>41</sup>, uno a Gibilterra<sup>42</sup>, uno in Germania<sup>43</sup>, uno a Guernsey (stato dipendente dalla Corona Britannica)<sup>44</sup>, un altro in Scozia<sup>45</sup>, uno a Singapore<sup>46</sup>, poi ancora uno in Brasile<sup>47</sup>, uno a Malta<sup>48</sup>, uno in Lichtenstein<sup>49</sup>, uno a San Marino<sup>50</sup>, e infine uno negli Emirati Arabi<sup>51</sup>. Infine, c'è il caso dell'Italia, col fondo *Pinacotheca*, che non è di fatto mai partito<sup>52</sup>; e di Gestiarte (che chiuse prima del tempo, con un rendimento di nemmeno il 5%<sup>53</sup>). In tempi molto recenti, ad inizio ottobre 2015, si è poi aggiunto l'*Athena Art Finance*, lanciato a New York con una dotazione di 280 milioni di dollari, la durata di 7 anni, e la missione di elargire prestiti utilizzando a garanzie esclusivamente opere d'arte: sul quale è ovviamente prematuro qualsiasi giudizio.

Va da sé che tutti gli altri fondi di arte — se vogliamo dar fede al dato per cui nel mondo ve ne sono circa 70 —, quelli che non si è riusciti, non a caso, a censire, siano cinesi: ma il loro numero è sicuramente inferiore a quello prospettato dalla ricerca di *Deloitte*. Dati alla mano infatti, se circa 35 fondi censiti

---

<sup>40</sup>Il *Sobraine Photoeffect Fund* di Agana, specializzato in fotografia russa: fondo per il quale, per altri dettagli si consenta ancora una volta il rinvio a SEGNALINI, *I primi 110 anni degli art funds. Problemi e prospettive*, cit., 75 ss.

<sup>41</sup>L'*Anthea Contemporary Art Investment Fund*, di *Anthea*, che si concentra sull'arte *post war* e contemporanea, il cui gestore *Anthea* ha annunciato il lancio di un altro fondo (l'*Anthea Contemporary Art Investment Opportunities*).

<sup>42</sup>Il *Tiroche Deleon Collection* di *Art vantage PCC Limited*, che investe nell'arte contemporanea dei mercati in via di sviluppo.

<sup>43</sup>L'*Art Fonds 21*, della *ArtFonds21 AG*, che investe in arte contemporanea.

<sup>44</sup>L'*Art Trading Fund*, di *Artistic Investment Adviser Ltd.*, che ha investito in soli dieci artisti, tra contemporanei, moderni, impressionisti e post-impressionisti.

<sup>45</sup>L'*ArtVest Fund* di *ArtVest SA*, che investe in arte contemporanea.

<sup>46</sup>Il *Cannonball Art Fund* di *Globefin Asset Management*, che si concentra su Andy Warhol e sulla *pop art*.

<sup>47</sup>Il *BGA Private equity Investment Fund*, di *Brasilian Golden Art/Brazil Plural*, che investe in arte brasiliana.

<sup>48</sup>Il *Fine Art Invest Fund* della *PMG Fonds Management AG*, che acquista fotografia contemporanea, dal 1970 in avanti.

<sup>49</sup>L'*Everis Inv Anlongefd Art Fund*, di *Minerva Investment Ag*, che investe in *any kind of security related to art*.

<sup>50</sup>Il Fondo Scudo Arte Moderna, della Scudo Investimenti sg, di cui non si conosce esattamente l'oggetto dell'investimento.

<sup>51</sup>L'*Arab Art Fund* della *Swiss Bank Mirabaud*, focalizzato sull'arte contemporanea.

<sup>52</sup>Per la questione del fondo *Pinacotheca*, si permetta ancora una volta il rinvio a SEGNALINI, *I primi 110 anni degli art funds. Problemi e prospettive*, cit., 75 ss.

<sup>53</sup>Cfr. GALEOTTI, *Investire in arte. Che delusione*, in «Corriere della Sera», 3 febbraio 1996 (ma era il 1996 non a caso!).

sono europei, americani e di altri Paesi diversi dalla Cina, allora quest'ultima non conta a sua volta più di altri 35 fondi.

L'oggetto dell'investimento dei fondi mappati è poi quasi sempre arte contemporanea (in alcuni casi legata al particolare Paese in cui è basato il fondo, come avviene per l'India, il Brasile, la Russia), con le uniche eccezioni di uno dei fondi del gruppo *The Fine Art Fund*, in particolare il primo, che accanto all'arte moderna e contemporanea, puntava anche sugli *Old masters* e sugli impressionisti (ma era il 2004, e la scelta quindi non troppo rischiosa, anzi opportuna in termini di diversificazione del rischio); dell'*Artemundi Global Fund* della *Artemundi Group*, che investe in lavori di alta epoca (ma è basato nelle isole *Cayman*, dove le condizioni non sono neanche paragonabili a quelle del resto del mondo); e del fondo *Everis Inv Anlongefd Art Fund*, basato in Lichtenstein, dedicato a qualsiasi titolo legato all'arte ("*any kind of security related to art*"), che non permette di sbilanciarsi troppo nel giudicare effettivamente quale sia l'oggetto dell'investimento.

E' interessante notare come le economie che sono cresciute in tempi più recenti — è per l'appunto il caso dell'India, del Brasile e della Russia, oltre a quello del fondo di Gibilterra, che investe nell'arte dei mercati emergenti — , utilizzino, e quindi percepiscano, i fondi come uno strumento per sostenere i giovani artisti locali: sarebbe quindi interessante capire perché in Europa e negli USA non siano percepiti in tal senso. Se si tratti solo di differenze culturali — legate ad una "mentalità" più vecchia, più legata ai vecchi schemi — , o piuttosto tecniche, di legislazioni più favorevoli all'utilizzo dei fondi come una sorta di "incubatore" per giovani talenti (che è comunque uno schema che sollecita l'immaginazione di chi scrive, e che andrebbe approfondito).

Infine, per quanto riguarda le *performances* di tali fondi, la maggior parte dichiarano un ritorno di circa il 10% annuo (con una punta del 16,4% nel caso di uno dei fondi delle isole Cayman).

4. Volendo a questo punto un po' tirare le somme, appare evidente come non si può più pensare che siano soprattutto il gusto e le mode a guidare la costituzione degli *art funds*, o che si tratti di un mercato, quello dell'arte, completamente irrazionale e irriducibile a degli schemi, esistendo ormai degli indicatori o comunque dei dati di mercato che permettono di trattare l'arte come una vera e propria *asset class*.

Con buona pace di chi pensa che i fondi di arte ci raccontino, «forse con parole troppo chiare, troppo prive di ombre, la saga triste di un tempo che non sa bene cosa farsene dell'arte. E quindi la commercia, così almeno rende»<sup>54</sup> (affermazione che è tra l'altro tutta da dimostrare, perlomeno nella sua "tragicità"<sup>55</sup>).

Interessante a questo proposito sono gli studi condotti da due ricercatori, Jianping Mei e Michael Moses, docenti di finanza alla New York University, che hanno sì evidenziato la grande variabilità dei rendimenti delle opere d'arte, suggerendo come anche l'investimento in opere di artisti molto noti non necessariamente dia luogo ad un maggior valore, ma hanno nello stesso tempo tracciato delle linee di tendenza ben precise, da cui è possibile estrapolare dati, fare previsioni, studiare l'andamento del mercato di riferimento.

Jianping Mei e Michael Moses hanno infatti creato tre indici di valutazione del mercato (denominati complessivamente *Mei e Moses Art-Index*): capolavori, mercato medio ed arte a basso costo di acquisto. Dal 1952 "l'indice di arte a basso costo di acquisto", che comprende le opere d'arte vendute per somme che rientrano nel 33% dei più bassi prezzi di acquisto d'asta, ha decisamente superato il "mercato medio" e "l'indice dei capolavori". Se si confrontano questi indici con la *performance* a lungo termine dello S&P 500, si evince che i "capolavori"

---

<sup>54</sup>Così BAI CURIONI, *I fondi di investimento in arte sono un problema per l'arte?*, in «Quaderni Ask», Bocconi, 2014.

<sup>55</sup>Si permetta ancora una volta il rinvio a SEGNALINI, *Dizionario giuridico dell'arte*, cit., *passim*, dove non sono pochi i passaggi in cui si evidenzia come tutto il sistema, compreso quello giuridico — soprattutto in Italia — sia piuttosto ostile al mercato dell'arte, e quindi sappia perfettamente cosa farci dell'arte: tutto (e magari anche niente) tranne che commercialarla!

rendono meno del mercato azionario, mentre i dipinti “a basso prezzo” tendono a fruttare di più. Ad esempio, nel 1989 il dipinto di Marc Chagall “*Le violiniste*” è stato venduto all’asta per 4,2 milioni di dollari; mentre nel maggio 2001 la stessa opera è stata battuta per 2,1 milioni, cioè alla metà del suo prezzo di acquisto di 11 anni prima. Diversamente, un altro dipinto sempre di Chagall, ma meno costoso, “*Orphée*”, è stato venduto per 120.000 dollari nel 1982 e, a maggio del 2001, rivenduto per ben 500.000 dollari.

Quel che è certo è come dopo gli studi di Mei e Moses si sono raggiunte le seguenti conclusioni: il rendimento degli investimenti in arte è di poco inferiore a quello delle azioni, e superiore a quello dei titoli di stato; la volatilità degli investimenti in arte è relativamente più elevata ma in diminuzione nel tempo; esiste una correlazione molto bassa con i rendimenti

Se a questo si aggiunge che da un’analisi svolta dall’*Art Market Research* negli anni passati, risulti come il portafoglio finanziario ottimale dovrebbe essere costituito per il 35% da *equity*, per il 45% da obbligazioni e per il 20% da arte – in quanto capace di generare una *performance* superiore ai titoli di stato a dieci anni (rispettivamente l’11% contro il 9,9%), con un livello di rischio pari al 7,7%, il più basso livello fra tutte le *assets class* del modello – si dovrebbero definitivamente abbandonare tutti i pregiudizi rispetto al mercato dell’arte.

Il quale appare come un affascinante intreccio tra regole scritte e non scritte (ne abbiamo visto poc’anzi una<sup>56</sup>), e forse anche di regole mal scritte (e comunque migliorabili): perché è ovvio che molte regole vadano ripensate e meglio adattate ad un mercato caratterizzato da tante peculiarità.

Quel che in ogni caso sembrerebbe oramai chiaro ai più, è come si tratti di un mercato, quello dell’arte, che può essere facilmente riportato, una volta compreso come l’arte possa produrre rendimento, nell’ottica soprattutto degli *art funds* (che qui più interessa), a degli schemi noti: come quelli del *private equity* (con scuderie di artisti già affermati) o del *venture capital* dell’arte (con dei giovani

---

<sup>56</sup>La “regola non scritta” per cui un collezionista è in qualche modo tenuto ad offrire l’opera al gallerista da cui l’ha comprata, prima di rimetterla sul mercato.

artisti: caso in cui il fondo funzionerebbe un po' come un incubatore), o dei fondi immobiliari (con i quali non poche sono le analogie: sia regolamentari, sia di problematiche, come ad esempio la *location*, la qualità del bene, la promozione dell'*asset*, i costi di manutenzione/assicurazione del medesimo, etc.); o ancora agli schemi del Club Deal, o dell'M&A, o quello della valorizzazione di patrimoni abbandonati e da mettere a reddito (il che pure non è lontano dalla logica del *private equity*, in cui ci si deve inventare modi per valorizzare patrimoni, mettendo a disposizione del *know-how*).

Vi è ovviamente da valutare meglio, nell'ottica della costruzione, per la clientela più abbiente — gli *high net worth individuals* di cui abbiamo parlato<sup>57</sup> — di un portafoglio differenziato, come bilanciare al meglio rendimento, rischio e orizzonte temporale (i tre principali fattori che incidono nella composizione di qualsiasi portafoglio), a fronte di costi di intermediazione più alti per *gli art funds* (circa 8% rispetto ad una media del 2%), della necessità di figure altamente specializzate (da far entrare necessariamente nel *team* di gestione del fondo<sup>58</sup>), e di una *exit strategy* non facile da definire perché non sempre chiara.

Ma questa è davvero un'altra storia. O meglio: è un insieme di valutazioni, studi, analisi, che appartiene ad un altro campo. Non certo a quello di un giurista.

Si considerino pertanto sufficienti, in questa sede, le conclusioni cui un *pool* di *asset managemet*, coadiuvato da alcuni protagonisti del mercato dell'arte, sono giunti, su incarico di *Citigroup* con la collaborazione di *Citi Private Bank*,

---

<sup>57</sup>Si calcola infatti come su circa 50/55 miliardi di euro di valore del *trading* dell'arte, gli *art funds* incidano per circa il 2% (quindi per un valore di circa 1-1,2 miliardi) (fonte Ver Capital Sgr).

<sup>58</sup>In questo modo, si risponde anche all'osservazione di William Baumol, il cui articolo del 1986 di economia dell'arte rappresenta una pietra miliare del settore: se «il prezzo dell'arte oscilla sulla base di componenti imprevedibili e ottenere prospettive di guadagno certo è impossibile a meno che non si disponga di informazioni privilegiate» (cfr. in tal senso, BRUNO – DALLOCCHIO, *La storia insegna prudenza*, in «*Quaderni Ask*», Bocconi, 2014), quanto ipotizzato *supra* nel testo — con un *insider* del mercato, come un mercante o un critico nel *management* del fondo: presenza che va opportunamente bilanciata dai presidi che la normativa mette ora a disposizione — va proprio in questa direzione. E proprio i contrappesi disponibili, cui si accennava poc'anzi, superano anche quella che i due studiosi italiani citati considerano, per i fondi di arte, una forma di governo inadeguata (che è migliorabile allo stato attuale della legislazione), pur riconoscendo agli *art funds* l'indubbio vantaggio di ridurre i costi di transizione e di permettere il c.d. investimento con fruizione.

pubblicando il recentissimo *“The Global Art Market, Perspectives on Current Drivers and Future Trends”*: per cui è oramai ufficiale, l’opera d’arte entra nel portafoglio nel lungo periodo, come *asset* illiquido, «per quegli investitori disposti a investire il 10% della loro ricchezza in attività non liquide. Per quelli con una maggiore propensione al rischio e alla volatilità ci si può spingere sino al 15% del portafoglio»<sup>59</sup>.

### **Silvia Segnalini**

*Ricercatore confermato di diritto romano e diritti dell'antichità  
nell'Università "La Sapienza" di Roma*

---

<sup>59</sup>Così MARCHESONI – PIRRELLI, *Citi mette l’arte negli asset illiquidi*, in «Plus24 – Il Sole 24 Ore», 21 novembre 2015.

## L'EVOLUZIONE DELLA CONSOB NELLA RISOLUZIONE DELLE CONTROVERSIE FINANZIARIE\*.

*(The evolution of Consob in the ADR system for financial disputes)*

**ABSTRACT:** *The European discipline evolution of the protection system for investors has seen in the recent years a growing attention to the use of ADR procedures as the main instrument for the settlement of disputes out-of-courts.*

*The ratio of the intervention is to make sure that consumers can make use of the full potential of the domestic and European markets, and to do this the ADR should be available for all types of consumer disputes, nationally and cross-border, with high quality standards applicable throughout the European Union.*

*In light of this evolving legislation is under study and definition a reform of the current asset of the Conciliation and Arbitration Chamber housed on Consob with the aim of making it an instrument really closer to the needs of investors in a more comprehensive perspective of improvement financial education that is also able to provide reports on existing fundamental rights of savers also with a view to encouraging access to domestic financial market.*

*The current ADR system is a facilitative type and it is based on voluntary participation, that has revealed a lack of adherence to procedures, highlighting a weakness of the Chamber housed on Consob if compared with the similar ADR system provider by ABI with Banking and Financial Arbitrator, in the more general system of mandatory mediation in banking and financial disputes.*

*The recent Legislative Decree 130/2015 introduced an amendment to the Legislative Decree 179/2009, that established the Chamber housed on Consob, which requires, under penalty of sanctions, to persons against whom the Consob*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*exercises its supervisory activities, the adherence to ADR systems regarding the disputes with consumers.*

**SOMMARIO:** 1. L'evoluzione della disciplina europea degli strumenti di composizione delle controversie. – 2. Verso un nuovo sistema di risoluzione delle controversie nell'ambito della Consob attraverso gli organismi ADR. – 3. L'evoluzione della gestione delle controversie finanziarie: dal processo societario alla Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob. – 4. La complementarietà delle competenze degli organismi di settore, serve una nuova regolamentazione?

1. L'evoluzione della regolamentazione degli strumenti ADR, volta all'allineamento degli ordinamenti nazionali verso l'implementazione dell'utilizzo dei metodi alternativi di risoluzione delle controversie iniziata da tempo<sup>1</sup> nell'ambito dell'Unione Europea, sulla scia di quanto già accaduto in altri ordinamenti, primo tra tutti quello americano a partire dagli anni settanta<sup>2</sup>, ha assunto un ruolo di primaria importanza anche in Italia, tanto è vero che si è assistito ad un continuo fiorire di iniziative e di disposizioni normative nelle quali la conciliazione, la mediazione e l'arbitrato rivestono un'importanza fondamentale e, per certi aspetti, strategica nella gestione del contenzioso<sup>3</sup>.

Prima di procedere all'esame dell'impatto sulla Camera di conciliazione e di

---

<sup>1</sup>A partire dagli anni novanta.

<sup>2</sup>Cfr. EDELMAN, *Institutionalizing Dispute Resolution Alternative*, 9 *Just. Sys. J.*, 1984, p. 134; LIEBERMAN, HENRY, *Lessons from the alternative Dispute Resolution Movement*, 53 *U. Chi. L. Rev.*, 1986, p. 424; LEVIN, GOLASH, *Alternative dispute resolution in Federal District Courts*, 37 *U. Fla. L. Rev.*, 1985, p. 29; danno atto del fenomeno anche DE PALO, GUIDI, *Risoluzione alternative delle controversie nelle Corti Federali degli Stati Uniti*, Milano, 1999, p. 6.

<sup>3</sup>Cfr. LUISO, *La Direttiva 2013/11/UE, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2015, p. 1299; RISPOLI FARINA, *Sistemi alternativi di soluzione delle controversie nel settore finanziario. Pluralità di modelli ed effettività della tutela*, in MOLLO (a cura di), *Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dalla istituzione della Commissione Nazionale per la Società e la Borsa*, Roma, 2015, p. 299; FRANZA, ROSSI, *Breve excursus storico della mediazione civile e commerciale*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 8 luglio 2015; GIOIA, *L'esperienza della risoluzione alternativa delle controversie consumeristiche (Cadr) nell'Unione europea. A proposito di un volume collettaneo*, in *Giust. civ.*, 2013, p. 841; CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2010, I, p. 261; DEODATO, *Conciliazione e arbitrato, fra indicazioni europee ed iniziative nazionali*, in *Iustitia*, 2008, p. 2, p. 179; VACCÀ, *La direttiva sulla conciliazione: un'occasione mancata?*, in *Contratti*, 2008, p. 857; STICCHI DAMIANI, *Sistemi alternativi alla giurisdizione, (ADR) nel diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2004.



arbitrato della Consob del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, avvenuta con il d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130<sup>4</sup>, che, benché sia dedicata alle controversie in materia di consumo, pone importanti basi anche nell'ambito dei mercati finanziari, occorre preliminarmente soffermare l'attenzione sulla disciplina già oggi esistente in materia.

Con particolare riferimento ai mercati finanziari<sup>5</sup>, occorre, in primo luogo, fare riferimento alla Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004, c.d. Direttiva MIFID<sup>6</sup>, la quale, in armonia con la filosofia del legislatore europeo, e nell'alveo di una

---

<sup>4</sup>In G.U. 19 agosto 2015, n. 191, recante: “Attuazione della direttiva 2013/11/UE sulla soluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (direttiva sull'ADR per i consumatori)”.

<sup>5</sup>Cfr. ARDIZZONE - VITALI, *Le ADRs nei mercati finanziari: spunti dal nuovo regolamento della Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 998; VALSECCHI, *I sistemi di ADRS nel settore finanziario: l'esperienza dei maggiori ordinamenti europei*, in *Anal. giur. econ.*, 2011, p. 103.

<sup>6</sup>Direttiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, meglio nota come Direttiva MIFID (*Market in Financial Instruments Directive*), che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, in G.U.C.E. L. 145/1 del 30 aprile 2004, la quale, in armonia con la filosofia del legislatore comunitario, prevede all'art. 53 (rubricato “Meccanismo extragiudiziale per i reclami degli investitori”) che “gli Stati membri incoraggino l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative a prestazioni di servizi di investimento e di servizi accessori da parte di imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli Stati membri assicurano che non vi siano disposizioni di legge o regolamentari che impediscano a tali organismi di collaborare efficacemente nella composizione delle controversie transfrontaliere”. Da ultimo, anche la Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 novembre 2007 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE, recepita in Italia con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, in G.U. 13 febbraio 2010, n. 36, suppl. ord. n. 29/L e entrata in vigore il 1° marzo 2010, prevede all'art. 83 l'istituzione di procedure di reclamo e di ricorso extragiudiziale adeguate ed efficaci per la risoluzione delle controversie tra gli utenti e i loro prestatori di servizi di pagamento, aventi come oggetto diritti e obblighi derivanti dalla presente direttiva. In dottrina in tema di Direttiva MIFID si rinvia a: BUSCEMI, DI MEO, EVANGELISTI, *Recepimento delle direttive MIFID: regole di condotta degli intermediari a tutela degli investitori; sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie*, Milano, 2011; SABATINI, *Il bilancio della MIFID a due anni dalla sua entrata in vigore*, in *Banche e banchieri*, 2010, p. 209; IRACE, RISPOLI FARINA, *L'attuazione della direttiva MIFID: Decreto legislativo 17 settembre 2007, n. 164*, Torino, 2010; FREDIANI, SANTORO, *L'attuazione della direttiva MIFID*, Milano, 2009; D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2009; CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008; ZITIELLO (a cura di), *MIFID: la nuova disciplina dei mercati, servizi e strumenti finanziari*, Torino, 2007.

disciplina assai consolidata in Italia, ha previsto, all'art. 53<sup>7</sup>, che “gli Stati membri incoraggino l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative a prestazioni di servizi di investimento e di servizi accessori da parte di imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli Stati membri assicurano che non vi siano disposizioni di legge o regolamentari che impediscano a tali organismi di collaborare efficacemente nella composizione delle controversie transfrontaliere”.

Nello stesso alveo si colloca anche la Direttiva 2014/65/UE, la c.d. Direttiva MIFID II<sup>8</sup>, che rafforza l'utilizzo degli strumenti ADR, con un coinvolgimento diretto dell'ESMA, prevedendo all'art. 75 che: “Gli Stati membri garantiscono l'istituzione di procedure efficaci ed effettive di reclamo e di ricorso per la risoluzione extragiudiziale di controversie in materia di consumo relative alla prestazione di servizi di investimento e di servizi accessori da parte delle imprese di investimento, avvalendosi, se del caso, degli organismi esistenti. Gli Stati membri garantiscono inoltre che tutte le imprese di investimento aderiscano a uno o più organi che attuano tali procedure di reclamo e ricorso. Gli Stati membri assicurano che tali organismi collaborino attivamente con le rispettive controparti negli altri Stati membri nella composizione delle controversie transfrontaliere. Le autorità competenti comunicano all'ESMA le procedure di reclamo e di ricorso di cui al paragrafo 1 disponibili nella loro giurisdizione. L'ESMA pubblica un elenco dei meccanismi extragiudiziali sul suo sito web e ne cura l'aggiornamento.”.

In Italia, gli “organismi esistenti” sono stati individuati nelle Camere di commercio che, nell'ambito del loro ruolo istituzionale di regolazione del mercato, sono presenti su tutto il territorio nazionale attraverso sportelli di conciliazione, organismi di mediazione e camere arbitrali, nonché negli organismi di mediazione

---

<sup>7</sup>Rubricato “Meccanismo extragiudiziale per i reclami degli investitori”.

<sup>8</sup>Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, in G.U.C.E. L. 173/349 del 12 giugno 2014.

riconosciuti dal Ministero della giustizia a cui si è poi aggiunta, a seguito dell'introduzione della legge di riforma del risparmio<sup>9</sup>, anche la Camera di conciliazione e arbitrato costituita presso la Consob<sup>10</sup>, ai sensi del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179<sup>11</sup>, in relazione alla quale si concentrerà l'attenzione del presente lavoro.

Dall'analisi della Direttiva MIFID<sup>12</sup> emerge evidente come il riferimento ai “servizi di investimento” non si limiti, in base alla disciplina italiana, ad interessare gli organismi di mediazione, ma abbia una portata assai più ampia, arrivando a coinvolgere direttamente anche la Consob, quale autorità di regolamentazione del mercato finanziario; infatti, l’oggetto della Direttiva in parola è quello di disciplinare le imprese la cui abituale attività consista nel prestare servizi, ovvero effettuare attività di investimento a titolo professionale all’interno di un mercato regolamentato e di un sistema multilaterale di negoziazione nell’ambito di una più ampia accezione di negoziazione organizzata.

Come sempre accade quando sia richiesta una particolare specializzazione

---

<sup>9</sup>Legge 28 dicembre 2005, n. 262, in G.U. 28 dicembre 2005, n. 301, suppl. ord. n. 218, recante: “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari”.

<sup>10</sup>Cfr. FRANZA, *La Camera di conciliazione e l'Arbitrato Finanziario della Consob. Prime considerazioni*, in *La nuova proc. civ. on line*, 2015, 10 settembre 2015; ARDIZZONE, VITALI, *Le ADRs nei mercati finanziari: spunti dal nuovo regolamento della Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob*, cit.; CORSINI, *L'arbitrato amministrato della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob*, in *Giur. comm.*, 2012, I, p. 358; RESCIGNO, *La conciliazione e l'arbitrato in materia finanziaria amministrati dalla Consob fra regole procedurali e diritto sostanziale*, in *Anal. giur. econ.*, 2011, p. 85; GASPARRI, *La camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob. Quadro normativo d'insieme e sintesi applicativa*, in *Rass. avv.*, 2010, p. 304; NASCOSI, *La nuova Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 963; MANCINI, *Sul regolamento di attuazione del D.Lgs. 8 ottobre 2007, n. 179 (Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob)*, in *Riv. arb.*, 2008, p. 347; CAVALLINI, *La camera di conciliazione e di arbitrato della Consob: prima lettura del d.lgs 8 ottobre 2007, n. 179*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1370; COLOMBO, *La Consob e la soluzione extragiudiziale delle controversie in materia di servizi di investimento*, in *Società*, 2007, p. 8.

<sup>11</sup>Resa operativa con le Delibere n. 16763 del 29 dicembre 2008 poi modificata con la delibera n. 18275 del 18 luglio 2012.

<sup>12</sup>Il recepimento della direttiva MIFID era originariamente previsto entro il mese di aprile del 2006 ma, considerati i sostanziali impatti sulla legislazione dei singoli Stati Membri, il termine per l'implementazione è stato esteso al 31 gennaio 2007 (direttiva 2006/31/CE). In Italia il Testo Unico della Finanza è stato modificato con il d.lgs. n. 164 del 2007. Inoltre, nel mese di ottobre del 2007 la Consob ha provveduto ad aggiornare la propria regolamentazione secondaria (Regolamento Mercati ed Intermediari) che, a partire dal 1° novembre 2007 (data di entrata della normativa MIFID), tutti gli operatori sono stati chiamati ad applicare e rispettare.

ratione materiae dei soggetti coinvolti, anche nell'ambito degli strumenti di risoluzione delle controversie finanziarie, sia per la potenziale internazionalità della lite, sia per l'imprescindibile necessità di professionalità, efficacia e tempestività della gestione del contenzioso, nonché per il coinvolgimento degli interessi di investitori-consumatori, appare di primaria importanza fare riferimento ad "organismi" che siano in grado di soddisfare tali fondamentali requisiti.

Sempre con particolare riferimento ai mercati finanziari, la disciplina europea ha imposto l'utilizzo di strumenti ADR per la risoluzione delle controversie nella Direttiva 2014/92/UE sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base (art. 21), nella Direttiva 2008/48/CE sui contratti di credito ai consumatori (art. 24), nella Direttiva 2007/64/CE sui servizi di pagamento (art. 80)<sup>13</sup>, nonché nella Direttiva 2002/65/CE sui servizi finanziari a distanza (art. 14).

Nell'Unione europea<sup>14</sup>, la regionalizzazione delle giurisdizioni civili dei singoli Paesi crea, ancora oggi, nonostante gli sforzi del legislatore continentale, una mancanza di uniformità nella gestione delle liti dinanzi alle autorità giudiziarie nazionali e, talvolta, considerevoli costi di accesso alla giustizia, oltre che tempistiche assai differenti che, in taluni di questi Paesi, tra cui purtroppo

---

<sup>13</sup>Cfr. RISPOLI FARINA, *I sistemi dell'ADR nei servizi di pagamento e la sua attuazione nell'ordinamento italiano*, in *Innovazione e diritto*, 2013, p. 49.

<sup>14</sup> In Gran Bretagna, dove è stato istituito l'*Ombudsman* per opera del *Financial Services and Markets Act 2000*, si possono riscontrare tre diversi sistemi di composizione delle controversie con gli intermediari finanziari ("compulsory jurisdiction", "consumer credit jurisdiction" e "voluntary jurisdiction") al riguardo si rinvia a FINANCIAL SERVICES AUTHORITY & FINANCIAL OMBUDSMAN SERVICE, *FSMA 2 year review: financial ombudsman service, Feedback on CP04/12 and supplementary FOS consultation on procedural rules*, in [www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp05\\_04.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/cp05_04.pdf). Sul diverso rapporto, nel sistema inglese, tra *Financial Ombudsman Scheme* e *Financial Conduct Authority* (l'autorità di vigilanza), si rinvia al *Memorandum of Understanding between the Financial Conduct Authority (the FCA) and the scheme operator, the Financial Ombudsman Service Limited*, disponibile sul sito [www.financial-ombudsman.org.uk](http://www.financial-ombudsman.org.uk). In Germania sono presenti sistemi ADR legati alla tipologia della banca, se privata, pubblica o cooperativa. Si veda anche BOCCUZZI, *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario finanziario: un'analisi comparata*, in *Quaderni di ricerca giuridica* – Banca d'Italia, settembre 2010.

anche l'Italia, si contraddistinguono per il loro carattere di patologicità.

Da parte sua, il Parlamento Europeo ed il Consiglio, dopo una serie di provvedimenti nell'ambito del più ampio quadro della tutela del consumatore volti a rafforzarne il ruolo e l'accesso alla giustizia<sup>15</sup>, hanno emanato la Direttiva 2013/11/UE relativa alla risoluzione alternativa delle controversie con i consumatori e il Regolamento UE n. 524 del 2013 relativo alle risoluzioni delle controversie online dei consumatori.

Prima di tali previsioni, il Parlamento Europeo ed il Consiglio avevano presentato la Direttiva 2008/52/CE del 21 maggio 2008<sup>16</sup>, recepita in Italia con il d.lgs. n. 28 del 2010, relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale con lo scopo di facilitare l'accesso alla risoluzione alternativa delle controversie e di promuovere la composizione amichevole delle medesime, incoraggiando il ricorso alla mediazione e garantendo un'equilibrata relazione tra

---

<sup>15</sup>Il riferimento principale è, da ultimo, Direttiva 2013/11/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori, che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (direttiva sull'ADR per i consumatori), in G.U.C.E. 18 giugno 2013, L165 e al Regolamento (UE) n. 524/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, relativo alla risoluzione delle controversie *online* dei consumatori e che modifica il regolamento (CE) n. 2006/2004 e la direttiva 2009/22/CE (regolamento sull'ODR per i consumatori), in G.U.C.E. 18 giugno 2013, L165. Si pensi poi al Libro Verde sulla protezione dei consumatori nell'Unione Europea del 2 ottobre 2001 (EUROPEAN COMMISSION, *Green Paper on alternative dispute resolution in civil and commercial law*, COM (292), 196, 19 aprile 2002). Uno degli obiettivi principali del Libro verde è quello dell'armonizzazione o della semplificazione in materia di protezione dei consumatori. Esistono, infatti, circa 20 direttive comunitarie, alle quali si aggiungono la giurisprudenza a livello dell'UE e differenti normative degli Stati membri. Le quattro principali direttive, di carattere generale, riguardano la pubblicità ingannevole (direttiva 84/450 CEE del Consiglio del 10 settembre 1984), modificata dalla direttiva sulla pubblicità comparativa (direttiva 97/55/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 6 ottobre); la direttiva sulle clausole vessatorie nei contratti conclusi con i consumatori (direttiva 93/13/CEE del 5 aprile 1993) e la direttiva sulla vendita e sulle garanzie dei beni di consumo (direttiva 1999/44/CE del Parlamento e del Consiglio, del 25 maggio 1999). Da ultimo, in data 7 maggio 2002 la Commissione europea ha adottato una nuova strategia per la politica dei consumatori nella quale ha definito il suo approccio politico globale per i cinque anni compresi tra il 2002 e il 2006. In dottrina: LICINI, *Alternative Dispute Resolution (ADR): Aspettative europee ed esperienza USA attraverso il Libro Verde della Commissione Europea, e la sapienza di un giurista-mediator Americano*, in *Riv. not.*, 2003, p. 1.

<sup>16</sup>Direttiva 2008/52/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2008, relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale.

mediazione e procedimento giudiziario<sup>17</sup>.

Al riguardo, corre l'obbligo di rammentare come nell'Unione europea il principio dell'accesso alla giustizia sia stato da tempo ritenuto fondamentale, tanto è vero che, al fine di agevolare un miglior accesso alla giustizia, il Consiglio europeo nella riunione di Tampere del 15 e 16 ottobre 1999 aveva invitato gli Stati membri ad istituire procedure extragiudiziali ed alternative per la risoluzione delle controversie.

La Direttiva 2008/52/CE ha recepito la Proposta di direttiva del 22 ottobre 2004 (n. 718)<sup>18</sup> che si poneva come obiettivo la realizzazione di un sistema stragiudiziale che consentisse il raggiungimento di accordi conciliativi riconosciuti ed eseguibili nell'ambito di tutti i Paesi membri, valorizzando ed equiparando, così, tali tipi di decisioni a quelle scaturenti dai procedimenti giudiziari, anche con riferimento alla fase esecutiva dei provvedimenti<sup>19</sup>; la citata Proposta di direttiva era inserita nel quadro del titolo IV sulla cooperazione giudiziaria civile e trovava applicazione ad ogni controversia nella quale due o più parti fossero assistite da un mediatore<sup>20</sup> per una soluzione amichevole della controversia.

---

<sup>17</sup>Per una rassegna relativa al recepimento della Direttiva negli Stati membri, si veda, *inter alia*, DE LUCA, *La mediazione in Europa. Una questione di cultura non di regole*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, p. 1451; DI BELLO, *Il recepimento della Direttiva 52/2008/CE in Europa*, in SOLDATI, THIELLA (a cura di), *Guida alla mediazione civile e commerciale*, Milano, 2012, p. 105; TROCKER, *La direttiva CE 2008/52 in materia di mediazione: una scelta per il rinnovamento della giustizia civile in Europa*, in Trocker, De Luca (a cura di), *La mediazione civile alla luce della direttiva 2008/52/CE*, Firenze 2011, p. 159.

<sup>18</sup>Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale.

<sup>19</sup>Un migliore accesso alla giustizia rappresenta uno degli obiettivi chiave della politica UE volta ad istituire uno spazio di libertà, sicurezza e giustizia, dove i privati e le imprese non dovrebbero essere dissuasi o scoraggiati dall'esercitare i loro diritti a causa dell'incompatibilità o della complessità dei sistemi giuridici e amministrativi degli Stati membri. Il concetto di accesso alla giustizia dovrebbe, in questo contesto, includere la promozione dell'accesso ad adeguate procedure di risoluzione delle controversie per i privati e le imprese e non soltanto la possibilità di accedere al sistema giudiziario.

<sup>20</sup>In ambito comunitario con il termine "mediazione" si indica una procedura che nel nostro Paese viene identificata con il termine "conciliazione" ed individua "qualunque procedimento, indipendentemente dalla denominazione, dove due o più parti della controversia sono assistite da un terzo allo scopo di raggiungere un accordo sulla risoluzione della controversia, indipendentemente dal luogo in cui il procedimento è stato intrapreso dalle parti, suggerito o ordinato da un tribunale o prescritto dalla legge nazionale di uno Stato membro. Esso non

La Direttiva approvata si trova in piena armonia con il “Trattato che adotta una Costituzione per l’Europa”<sup>21</sup>, il quale all’art. III-269, comma 2, lett. g) espressamente prevede che: “Ai fini del paragrafo 1, la legge o legge quadro europea stabilisce, in particolare se necessario al buon funzionamento del mercato interno, misure volte a garantire:... lo sviluppo di metodi alternativi per la risoluzione delle controversie”, stabilendo alla lettera a) del medesimo comma “il riconoscimento reciproco tra gli Stati membri delle decisioni giudiziarie ed extragiudiziali e la loro esecuzione.”.

Successivamente il Trattato Europeo di Lisbona<sup>22</sup> all’art. 81, rubricato “Cooperazione giudiziaria in materia civile”, ha previsto che il Parlamento europeo e il Consiglio adottino “misure volte a garantire...un accesso effettivo alla giustizia”, nonché “lo sviluppo di metodi alternativi per la risoluzione delle controversie”.

2. Il recepimento in Italia<sup>23</sup> della Direttiva 2013/11/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, viene ad incidere profondamente sul futuro assetto degli organismi di gestione di procedure ADR, anche nel settore finanziario, che vedono come parte in causa un soggetto che rientra nell’ambito della definizione di consumatore<sup>24</sup>.

Le disposizioni introdotte sono venute, in buona parte, a modificare i disposti del Codice del consumo, innovando in modo molto significativo le

---

comprende i tentativi messi in atto dal giudice al fine di giungere ad una soluzione transattiva nell’ambito del procedimento giudiziario oggetto della vertenza”.

<sup>21</sup>Ratificato con Legge 7 aprile 2005, n. 57, in G.U. 21 aprile 2005, n. 92, suppl. ord. n. 70, recante: “Ratifica ed esecuzione del Trattato che adotta una Costituzione per l’Europa e alcuni atti connessi, con atto finale, protocolli e dichiarazioni, fatto a Roma il 29 ottobre 2004”.

<sup>22</sup>Il Trattato di Lisbona - che modifica il Trattato sull’Unione Europea e il Trattato che istituisce la Comunità europea - è stato firmato a Lisbona il 13 dicembre 2007 dai rappresentanti dei 27 Stati membri, poi entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

<sup>23</sup>Con la Legge di delegazione europea 2013.

<sup>24</sup>Secondo la definizione contenuta nel Codice del consumo.

procedure di risoluzione delle controversie<sup>25</sup> ed attribuendo alle Autorità nuovi ruoli con scenari fino ad oggi inaspettati attraverso l'introduzione di una procedura uniforme per tutte le procedure di conciliazione che, al momento, vengono gestite dalle diverse Autorità indicate dall'art. 141 octies Cod. cons.<sup>26</sup>.

Alla luce dei disposti della Direttiva, emanata unitamente al Regolamento (UE) n. 524/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, appare evidente come anche la Consob, con la sua Camera di conciliazione e arbitrato, non potrà rimanere immune dall'influsso riformatore scaturente dal recepimento della Direttiva, dovendo procedere conseguentemente all'emanazione di una o più delibere che vadano a modificare quella oggi vigente, portando ad un nuovo assetto, in particolare, delle procedure di conciliazione.

Altresì, come previsto dall'art. 141 decies Cod. cons., anche la Consob dovrà provvedere ad aprire la soluzione delle controversie finanziarie che coinvolgano un consumatore ad organismi di risoluzione delle controversie<sup>27</sup> che facciano

---

<sup>25</sup>Cfr. RISPOLI FARINA, *Sistemi alternativi di soluzione delle controversie nel settore finanziario. Pluralità di modelli ed effettività della tutela*, cit., p. 299.

<sup>26</sup>Tali Autorità sono individuate in:

- a) Ministero della giustizia unitamente al Ministero dello sviluppo economico, con riferimento al registro degli organismi di mediazione relativo alla materia del consumo, di cui all'articolo 16, commi 2 e 4, del decreto legislativo 4 marzo 2010, n. 28;
- b) Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB), di cui all'articolo 1 della legge 7 giugno 1974, n. 216, con riferimento ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie disciplinati ai sensi dell'articolo 2 del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, e dei regolamenti attuativi, e con oneri a carico delle risorse di cui all'articolo 40, comma 3, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e successive modificazioni, nonché dei soggetti che si avvalgono delle procedure medesime;
- c) Autorità per l'energia elettrica, il gas e il sistema idrico (AEEGSI), di cui all'articolo 2 della legge 14 novembre 1995, n. 481, per il settore di competenza;
- d) Autorità per le garanzie nelle comunicazioni (AGCOM), di cui all'articolo 1 della legge 31 luglio 1997, n. 249, per il settore di competenza;
- e) Banca d'Italia, con riferimento ai sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie disciplinati ai sensi dell'articolo 128-bis del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;
- f) altre autorità amministrative indipendenti, di regolazione di specifici settori, ove disciplinino specifiche procedure ADR secondo le proprie competenze;
- g) Ministero dello sviluppo economico, con riferimento alle negoziazioni paritetiche di cui all'articolo 141-ter relative ai settori non regolamentati o per i quali le relative autorità indipendenti di regolazione non applicano o non adottano specifiche disposizioni, nonché con riferimento agli organismi di conciliazione istituiti ai sensi dell'articolo 2, comma 2, lettera g) e comma 4, della legge 29 dicembre 1993, n. 580, limitatamente alle controversie tra consumatori e professionisti, non rientranti nell'elenco di cui alla lettera a).

<sup>27</sup>È organismo ADR "qualsiasi organismo, a prescindere dalla sua denominazione, istituito su base



domanda di iscriversi nell'elenco degli organismi tenuto dalla stessa Consob, al pari delle altre Autorità, fatte, comunque, salve le disposizioni che prevedono l'obbligatorietà delle procedure ADR contemplate *ratione materiae* dall'art. 5, comma 1 bis, del d.lgs. n. 28 del 2010.

I principi della Direttiva in parola, come emergono evidenti già dall'esame dei suoi considerando, portano a fare comprendere come il legislatore continentale abbia voluto, con il suo intervento, contribuire al corretto funzionamento del mercato interno; per il raggiungimento di tale finalità, la Direttiva vuole garantire un elevato livello di protezione dei consumatori, consentendo loro di attivare, su base volontaria<sup>28</sup>, procedimenti stragiudiziali gestiti da organismi ADR per risolvere eventuali controversie sorte dalla sottoscrizione di contratti di vendita di beni o servizi.

In sede di recepimento della Direttiva, sono stati introdotti nell'ordinamento interno alcuni punti chiave delle procedure ADR che, solo in parte e solo presso alcuni organismi, avevano già trovato applicazione e che possono essere ricondotti a tre.

Il primo punto che la Direttiva ha imposto agli Stati membri e che, in parte, ha già costituito nel nostro Paese un ampio oggetto di discussione, è rappresentato dai costi della procedura che secondo quanto oggi previsto dovrebbero essere "preferibilmente gratuite per il consumatore", dovendo, del pari, la procedura essere "accessibile, attraente e poco onerosa per i consumatori" (Considerando n. 41).

Per quanto attiene all'attuale procedura di conciliazione presso la Consob, questa previsione non trova riscontro, risultando, al contrario, la procedura addirittura più costosa di quella degli organismi pubblici del d.lgs. n. 28 del 2010,

---

permanente, che offre la risoluzione di una controversia attraverso una procedura ADR ed è iscritto nell'elenco di cui all'articolo 141-decies".

<sup>28</sup>Su questo punto emerge la contraddizione con la previsione contenuta all'art. 5, comma 1 *bis*, del d.lgs. n. 28 del 2010, che impone l'obbligatorietà della mediazione in determinate materie, tra cui appunto anche quelle in materia bancaria e finanziaria.

sicché su questo aspetto dovrà necessariamente intervenire l'Autorità<sup>29</sup>.

Il secondo punto è rappresentato dal fatto che il legislatore europeo ritiene opportuno incoraggiare i professionisti a partecipare il più possibile alle procedure ADR per fare in modo che i consumatori possano presentare reclamo e che non siano obbligati a rinunciarvi, non pregiudicando le norme nazionali che obbligano i professionisti a partecipare a tali procedure, assoggettano la partecipazione a incentivi o sanzioni, ovvero rendono vincolante l'esito delle procedure stesse per i professionisti, a condizione che tale legislazione non impedisca alle parti di esercitare il loro diritto di accedere al sistema giudiziario secondo le garanzie di cui all'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (Considerando n. 49).

Il terzo punto è dato dalla possibilità di introduzione di procedure ADR volte a risolvere la controversia proponendo una soluzione, previa informazione degli effetti della proposta, lasciando, però, al contempo, alle parti la possibilità di ritirarsi dalla procedura in qualsiasi momento; nei casi in cui dovesse essere contemplato l'obbligo per il professionista di partecipare alla procedura, tale facoltà spetterebbe unicamente al consumatore, con sanzioni a carico del professionista in caso di mancata partecipazione<sup>30</sup>.

Questa previsione sembra attagliarsi perfettamente alla disciplina della soluzione delle controversie in materia di TLC, peraltro applicabile anche ai non consumatori, nella quale, a seguito di una prima fase destinata alla conciliazione, può seguire una richiesta del ricorrente per la definizione della controversia da

---

<sup>29</sup>La maggiore onerosità della procedura di conciliazione presso la Consob è conseguenza del fatto che le tariffe sono ancora allineate alla previsione tariffaria del D.M. n. 180 del 2010, e successivamente non adeguate al D.M. n. 145 del 2011.

<sup>30</sup>In questo senso l'art. 2, comma 5 del d.lgs. n. 179 del 2007 il quale afferma che "I soggetti nei cui confronti la CONSOB esercita la propria attività di vigilanza, da individuarsi con il regolamento di cui al comma 5-ter, devono aderire a sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con gli investitori diversi dai clienti professionali di cui all'articolo 6, commi 2-quinquies e 2-sexies di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. In caso di mancata adesione, alle società e agli enti si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190, comma 1 del citato decreto legislativo n. 58 del 1998 e alle persone fisiche di cui all'articolo 18-bis del predetto decreto legislativo n. 58 del 1998 si applicano le sanzioni di cui all'articolo 190-ter del medesimo decreto legislativo."

parte del Corecom<sup>31</sup>.

Si tratta di un meccanismo ben lontano dalla proposta del mediatore prevista dal d.lgs. n. 28 del 2010, ampiamente criticata in dottrina e che ha trovato una scarsissima applicazione pratica proprio per l'assurdità del meccanismo all'interno di una procedura prettamente non adjudicative quale è la mediazione in parola; meccanismo che, però, in parte, si avvicina alla procedura dell'Arbitro Bancario Finanziario la quale si conclude sempre con una forma di definizione della controversia sottoposta al collegio giudicante.

Alla luce delle esperienze fino ad oggi maturate nel nostro Paese, pare potersi legittimamente affermare che il modello di procedura in esecuzione del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, e, quindi, conforme alle attuali norme del Codice del consumo, sia rappresentata da una prima fase di conciliazione/mediazione dinnanzi ad un organismo ADR su base facilitativa, fors'anche obbligatoria ai fini della procedibilità in giudizio, a cui fa seguito una fase aggiudicativa, ma non vincolante per il consumatore, da parte di un diverso panel, ma che, se accettata dalle parti, porta alla completa definizione della controversia tra consumatore e professionista.

In questo senso sembra deporre anche l'art. 2, comma 5 ter, del d.lgs. n. 179 del 2007, come novellato a seguito del recepimento della Direttiva 2013/11/UE, il quale testualmente afferma che la Consob "determina, con proprio regolamento, nel rispetto dei principi, delle procedure e dei requisiti di cui alla parte V, titolo II-bis del – Codice del consumo - i criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie di cui al comma 5-bis nonché i criteri di composizione dell'organo decidente, in modo che risulti assicurata l'imparzialità dello stesso e la rappresentatività dei soggetti interessati."

Quid iuris in merito alle regole di procedura già oggi esistenti in materia finanziaria che non vedono come parte un consumatore: la risposta appare

---

<sup>31</sup>Da ultimo, BERTARINI, *La soluzione non giudiziale delle controversie nelle comunicazioni: l'evoluzione della disciplina*, in *Diritto & Giustizia on line*, 13 novembre 2015.

alquanto complessa, proprio perché la Consob, al pari delle altre Autorità nei rispettivi settori di competenza, dovrà valutare se estendere la propria nuova disciplina di rango secondario anche alle controversie promosse al di fuori del codice del consumo e, fors'anche, al di fuori delle controversie che vedono, sì, come parte un consumatore, ma che non siano relative ad obbligazioni contrattuali derivanti da un contratto di vendita o di servizi, quando ordina i beni o i servizi e risiede, o meno, nello stesso Stato membro dell'Unione europea in cui è stabilito il professionista.

In alternativa, la Consob potrà decidere di novellare le proprie regole in materia di conciliazione e, perché no, anche quelle in tema di arbitrato, disegnando due differenti procedure, una simile a quella attuale sul modello della mediazione di cui al d.lgs. n. 28 del 2010, accentrandone presso di sé la gestione, al pari di quanto accade oggi, ed una affidata agli organismi ADR iscritti nel proprio elenco per le sole controversie che vedono coinvolto come parte un consumatore<sup>32</sup>.

In questo senso pare essersi orientato il legislatore in considerazione del fatto che all'articolo 5, comma 1 bis, del d.lgs. n. 28 del 2010, le parole: “il procedimento di conciliazione previsto” sono sostituite da “i procedimenti previsti” e dopo le parole: “n. 179,” sono inserite le seguenti: “e dai rispettivi regolamenti di attuazione”.

In ogni caso, qualsiasi scelta, quantomeno relativamente alle liti consumeristiche, sarebbe opportuno venisse concertata con le altre Autorità al fine di addivenire ad una regolamentazione simile, per non dire comune, di tali tipi di controversie, proprio per permettere come la stessa Direttiva impone una

---

<sup>32</sup>In questo senso pare esprimersi anche: FRANZA, *La Camera di conciliazione e l'Arbitrato Finanziario della Consob. Prime considerazioni*, cit., il quale afferma che: “Da quando sopra evidenziato, resta pertanto evidente che non è previsto in alcun modo l'abbandono del vecchio impianto, con conseguente chiusura dell'elenco dei conciliatori e degli arbitri e trasformazione in “altra cosa” della Camera di Conciliazione ed Arbitrato, che permane a svolgere il suo ruolo nel sistema, e anzi riteniamo dovrà rafforzare i propri compiti di elaborazione di dati e studio, con altre istituzioni ovvero con associazioni economiche e altri organismi pubblici o privati attivi nel settore dei servizi finanziari e delle procedure di conciliazione e arbitrato.”.

diffusione più ampia possibile delle notizie relative alle procedure ADR anche mediante informazioni provenienti dai siti istituzionali degli organismi ADR e delle Autorità.

3. Nel nostro Paese sono state da anni introdotte specifiche norme dedicate agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie in materia bancaria e finanziaria, allo scopo di facilitare la tutela dei diritti dei risparmiatori e degli investitori nei confronti delle banche e degli intermediari finanziari attraverso la legge di tutela del risparmio.

In particolare, con l'art. 27 della legge 28 dicembre 2005, n. 262<sup>33</sup>, rubricato "Procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori", il nostro legislatore aveva delegato il Governo a disciplinare la materia, con l'obiettivo di creare una Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob<sup>34</sup>.

In questo senso, alla luce dell'art. 27 della legge n. 262 del 2005 è stato emanato il d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179<sup>35</sup>, a cui ha fatto seguito il regolamento Consob di cui alla Delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008<sup>36</sup>, che hanno dato vita alla Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob.

Questo organismo ADR è deputato ad amministrare lo svolgimento di conciliazioni e arbitrati relativamente a controversie insorte tra gli investitori non professionali, da una parte, e gli intermediari, dall'altra, per la violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di informazione, di correttezza e di trasparenza

---

<sup>33</sup>In G.U. 28 dicembre 2005, n. 310, suppl. ord. n. 208, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

<sup>34</sup>Cfr. BERGAMINI, *I nuovi strumenti stragiudiziali di soluzione delle controversie in materia bancaria e finanziaria*, in Gabrielli, Lener (a cura di) *I contratti del mercato finanziario*, I, Torino, 2011, p. 429.

<sup>35</sup>In G.U. 30 ottobre 2007, n. 253, recante: "Istituzione di procedure di conciliazione e di arbitrato, sistema di indennizzo e fondo di garanzia per i risparmiatori e gli investitori in attuazione dell'articolo 27, commi 1 e 2, della legge 28 dicembre 2005, n. 262".

<sup>36</sup>In G.U. 8 gennaio 2009, n. 5, recante: "Regolamento di attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente la Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob e le relative procedure".

previsti nei rapporti contrattuali con gli investitori (art. 4, d.lgs. n. 179 del 2007)<sup>37</sup>.

A seguito dell'emanazione del d.lgs. 4 marzo 2010, n. 28<sup>38</sup> in materia di mediazione civile e commerciale, la sopra citata Delibera Consob è stata abrogata e sostituita dalla Delibera Consob 18 luglio 2012, n. 18275<sup>39</sup> che ha aggiornato il regolamento della Camera<sup>40</sup> e che costituisce la disciplina oggi in vigore.

Il d.lgs. n. 179 del 2007 ha rappresentato, quindi, a livello normativo primario, l'ultimo passaggio del riassetto della disciplina del risparmio che ha esteso la sua portata, oltre che nel Testo unico in materia bancaria e creditizia<sup>41</sup>, anche nell'ambito del Testo unico in materia finanziaria<sup>42</sup> e nel Codice del consumo<sup>43</sup>.

La comunanza di intenti tra legislatore nazionale e legislatore comunitario che avvicina la filosofia dei disposti del decreto a quella della sopra citata previsione dell'art. 53, rubricato "Meccanismo extragiudiziale per reclami degli investitori" della Direttiva MIFID, recepita in Italia con il d.lgs. 17 settembre 2007,

---

<sup>37</sup>Cfr. AMOROSINO, *Funzioni e poteri della CONSOB "nouvelle"*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, I, p. 153.

<sup>38</sup>In G.U. 5 marzo 2010, n. 53, recante: "Attuazione dell'articolo 60 della legge 18 giugno 2009, n. 69, in materia di mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali".

<sup>39</sup>In G.U. 30 ottobre 2007, n. 253, recante "Regolamento di attuazione del decreto legislativo 8 ottobre 2007, n. 179, concernente la Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob e le relative procedure".

<sup>40</sup>A conclusione di una procedura di consultazione iniziata nel mese di aprile 2012, la Consob, con delibera n. 18275 del 18 luglio 2012, ha approvato il nuovo regolamento della Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob, in sostituzione di quello adottato con delibera n. 16763 del 29 dicembre 2008, in attuazione del d.lgs. 8 ottobre 2007, n. 179. Il nuovo regolamento che ha abrogato quello precedente è entrato in vigore il 1° agosto 2012. Come si legge nella Relazione annuale della Consob relativa all'anno 2012, l'intervento di revisione della disciplina, contenuta nel regolamento precedentemente adottato con delibera n. 16763 del 2008, "ha tenuto conto dei profondi mutamenti intervenuti negli anni trascorsi dalla relativa emanazione. In particolare, esso ha tenuto conto di tre principali considerazioni.". Il parere sulla natura giuridica della Camera reso dall'Adunanza Generale del Consiglio di Stato in data 20 ottobre 2011 ha qualificato la Camera come un organo tecnico e strumentale della Consob, dotato di autonomia funzionale ma non distinto da quest'ultima, per lo svolgimento di funzioni che pertengono quindi alla stessa Consob."

<sup>41</sup>D.lgs. 18 settembre 1993, n. 385, in G.U. 30 settembre 1993, n. 230, suppl. ord., recante: "Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia".

<sup>42</sup>D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in G.U. 26 marzo 1998, n. 71, suppl. ord. n. 52, recante: "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52".

<sup>43</sup>D.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, recante: "Codice del consumo, a norma dell'articolo 7 della legge 29 luglio 2003, n. 229".

n. 164<sup>44</sup> ed in vigore dal 1° novembre 2007<sup>45</sup> e della legge sul risparmio, emerge cristallina dall'esame della relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 5 del 2003, nella quale si legge che il legislatore delegato ha inteso "sull'abbrivio di precedenti esperienze de jure condendo e in adesione a numerose proposte ancora all'esame del Parlamento - disciplinare l'accesso a sistemi di ADR organizzati da enti pubblici e privati, in condizioni di concorrenza paritaria e sotto il controllo del Ministro della Giustizia, presso il quale devono essere compiuti gli adempimenti che abilitano allo svolgimento del servizio la cui promozione avviene attraverso l'ampliamento dei canali di accesso al medesimo".

Come è noto il recepimento della Direttiva MIFID è andato ad incidere direttamente sull'art. 32 ter del T.U.F. il quale ha previsto che nel ricorso alla risoluzione stragiudiziale delle controversie sorte fra investitori e soggetti abilitati e relative alla prestazione di servizi e di attività di investimento e di servizi accessori e di gestione collettiva del risparmio, trovino applicazione le procedure di conciliazione e di arbitrato definite, ai sensi dell'articolo 27 della legge sul risparmio<sup>46</sup>.

4. Come evidenziato anche dal recepimento con il d.lgs. n. 130 del 2015 della Direttiva 2013/11/UE, la continua evoluzione della normativa dell'Unione

---

<sup>44</sup>D.lgs. 17 Settembre 2007, n. 164, in G.U. 8 ottobre 2007, n. 234, suppl. ord. n. 200, recante: "Attuazione della direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE, 93/6/CEE e 2000/12/CE e abroga la direttiva 93/22/CEE"; la Consob ha, quindi, modificato il Regolamento Intermediari (Regolamento n. 11522) per adattarlo alla normativa introdotta dalla Direttiva Europea. Regolamento Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, recante "Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari". Il Regolamento è stato successivamente modificato con delibere n. 16736 del 18 dicembre 2008, n. 17581 del 3 dicembre 2010 e n. 18210 del 9 maggio 2012.

<sup>45</sup>La Direttiva MIFID sostituisce la precedente legislazione comunitaria in materia, basata sulla Direttiva n. 93/22/CEE riguardante i "Servizi di investimento nel settore degli strumenti finanziari" (Investment Services Directive - ISD), entrata in vigore il 10 maggio 1993. L'ISD è stata recepita nell'ordinamento italiano dal d.lgs. n. 415/1996 poi confluito nel d.lgs. n. 58/1998 (Testo Unico della Finanza - TUF), nonché dalla regolamentazione attuativa CONSOB (Delibere n. 11522/1998, n. 11768/1998, e n. 11971/1999 e rispettive successive modifiche).

<sup>46</sup>Nel periodo transitorio fino all'istituzione di tali procedure di conciliazione e di arbitrato presso la Consob trovano applicazione i disposti dell'art. 141 del Codice del consumo.

europea e, di pari passo, di quella nazionale nell'ambito del contenzioso bancario e finanziario ha generato una molteplicità di sistemi di risoluzione delle controversie tra di loro, a volte, interdipendenti, e, a volte, in "concorrenza" che sicuramente in Italia a seguito del d.lgs. n. 130 del 2015 di recepimento della Direttiva in parola diventerà ancora più evidente laddove non si proceda ad una "concertazione" ovvero ad una riconciliazione della normazione di rango secondario.

Peraltro, è proprio lo stesso decreto (rectius Codice del consumo all'art. 141 octies, comma 3) che prevede espressamente che "Al fine di definire uniformità di indirizzo nel compimento delle funzioni delle autorità competenti di cui al comma 1 è istituito presso il Ministero dello sviluppo economico un tavolo di coordinamento e di indirizzo. Lo stesso è composto da un rappresentante per ciascuna autorità competente. Al Ministero dello sviluppo economico è attribuito il compito di convocazione e di raccordo. Al tavolo sono assegnati compiti di definizione degli indirizzi relativi all'attività di iscrizione e di vigilanza delle autorità competenti, nonché ai criteri generali di trasparenza e imparzialità, e alla misura dell'indennità dovuta per il servizio prestato dagli organismi ADR"

Da tale proliferazione non è andato immune nemmeno il legislatore italiano che, di volta in volta, ha recepito e introdotto nell'ordinamento interno i principi dettati dall'Unione europea in modo tutt'altro che lineare e, a tratti, con inquietante rapidità<sup>47</sup>, ovvero sulla scia emozionale di determinati eventi<sup>48</sup> che hanno dato vita a modelli tra di loro assai differenti, sia in termini di procedura,

---

<sup>47</sup>L'Italia è stata il primo Paese della UE ad avere recepito la direttiva 2008/52/CE del Parlamento europeo e del consiglio del 21 maggio 2008, relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale.

<sup>48</sup>Si pensi agli strumenti di risoluzione delle controversie (Camera Consob e ABF) che hanno tratto origine dalla legge di riforma del risparmio n. 262 del 2005 che è stata adottata per fare fronte alla necessità di tutela della categoria dei risparmiatori, colpiti dal *default* argentino con l'inadempimento nel rimborso delle obbligazioni, nonché dagli altrettanto roboanti casi "Cirio" e "Parmalat", che avevano evidenziato la necessità di introdurre sistemi ADR in materia finanziaria per fare fronte al significativo volume di controversie nei confronti degli intermediari e per cercare, in questo modo, di rendere più rapidi i contenziosi in cui erano coinvolti i risparmiatori. "Urgenza" poi dissipata nei meandri legislativi visto che tali organismi sono stati operativi a partire dall'anno 2008.



che di costi, nonché di forme di gestione.

Ne consegue che il quadro normativo è un coacervo di disposizioni le quali, considerate ciascuna singolarmente, appaiono pienamente efficienti, seppure talvolta perfettibili, ma che valutate nella loro complementarietà rischiano spesso di disorientare proprio quel soggetto “debole”, nel caso di specie l’investitore, che le norme stesse, in primis, si prefiggono di tutelare.

Alla luce di tale situazione, appare, quindi, particolarmente delicata la scelta che la Consob dovrà intraprendere per adeguarsi alla disciplina legislativa recentemente introdotta in un'ottica di miglioramento della fruizione dei servizi di conciliazione e di arbitrato già oggi erogati allo scopo di ampliare l'offerta di “giustizia” e di renderla maggiormente fruibile e “appetibile” per le parti interessate, anche attraverso l’apertura a quegli Organismi di risoluzione delle controversie che intendono essere considerati organismi ADR, ai sensi del Codice del consumo, che presenteranno domanda di iscrizione per divenire, appunto, organismi ADR presso la Consob.

In attesa dell'evoluzione della Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob, attualmente all’insorgere di una controversia l’investitore si trova di fronte all’obbligo, ex art. all’art. 5, comma 1 bis, del d.lgs. n. 28 del 2010, di fare ricorso ad uno dei tre strumenti contemplati dalla legge *ratione materiae* che sono costituiti dal ricorso ad un Organismo di mediazione che si può definire generalista perché difficilmente specializzato per settore di controversie disciplinato dal citato d.lgs. n. 28 del 2010.

In alternativa, previo esame dell'oggetto della controversia allo scopo di verificare la proponibilità della domanda in relazione alla natura finanziaria o bancaria della controversia, l’investitore o il cliente ha la possibilità di rivolgere la propria domanda alla Camera di conciliazione e di arbitrato presso la Consob,

ovvero dinnanzi all'Arbitro Bancario Finanziario<sup>49</sup>.

In dottrina<sup>50</sup> è stato criticamente evidenziato come purtroppo la disciplina introdotta non fornisca una chiara e precisa demarcazione tra le competenze per materia di questi due ultimi organismi e che, quindi, sarebbe opportuno, per non dire, necessario fissare criteri maggiormente dettagliati per la separazione delle competenze, anche in considerazione della circostanza che è stato imposto un limite di valore della domanda nella procedura dinnanzi all'ABF.

A tale osservazione è stato risposto che la definizione della linea di demarcazione tra le materie di competenza dell'ABF e quelle della Camera di conciliazione e arbitrato presso la Consob investe il tema più generale dell'interpretazione dell'art. 23, comma 4, del d.lgs. n. 58 del 1998 (TUF)<sup>51</sup>, con

---

<sup>49</sup>In giurisprudenza per l'individuazione delle controversie ricadenti nell'ambito del Regolamento Consob: con riferimento alle liti tra investitori e intermediari, la giurisprudenza registra un significativo numero di precedenti aventi a oggetto la validità dei contratti di investimento: da ultimo, si segnalano alcune pronunce in tema di nullità dei contratti quadro tra investitore e intermediario: Trib. Novara, 20 aprile 2012 (per la quale un contratto quadro stipulato in data anteriore alla entrata in vigore del TUF e non adeguato ai principi enunciati dall'art. 23 del TUF e meglio specificati dal regolamento Consob n. 11522 del 1998, è affetto da nullità sopravvenuta relativa) e App. Milano, 28 marzo 2012 (per la quale il divieto legale di effettuare operazioni inadeguate senza uno specifico avvertimento elimina la necessità di ulteriori indagini sul nesso causa tra inadempimento e danno). Una parte della giurisprudenza, nel tentativo di individuare la linea di confine tra norme di comportamento dell'intermediario e norme di validità del contratto tra questi e l'investitore, ha spesso finito per sovrapporre i due piani, facendo per ciò solo discendere dalla violazione del primo gruppo di norme l'invalidità degli accordi di investimento (in questo senso: Trib. Ferrara, 28 settembre 2007, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2008, II, p. 171, con nota di PELLEGRINI, *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari.*). Per contro, altro filone giurisprudenziale ha cercato di chiarire come i due gruppi di norme operino su di un livello differente e come, soprattutto, la validità del contratto possa essere messa in dubbio solo qualora siano le norme contrattuali a essere state violate. Ne consegue che le regole comportamentali e di condotta darebbero luogo ai soli rimedi risarcitori e della risoluzione del contratto, attenendo alla fase pre-contrattuale, laddove la violazione delle regole a presidio della validità del contratto sarebbero le sole idonee, ove ne sia ovviamente accertata la violazione, a comportare la nullità del contratto tra intermediario e investitore (in questo senso: Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 26724; Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Giust. civ. Mass.*, 2005, p. 7; Trib. Milano, 28 marzo 2007, in base alla quale la nullità si configurerebbe solamente nelle fattispecie espressamente previste dal legislatore e non potrebbe essere estesa a tutta l'area delle norme comportamentali di carattere generale, quali la professionalità, la diligenza, la correttezza, l'indipendenza, la trasparenza).

<sup>50</sup>Cfr. BOCCHINI - MAZZOLI, *Mediazione ABF. Camera di conciliazione Consob nelle controversie bancarie e finanziarie*, Rimini, 2011, p. 126.

<sup>51</sup>Il quale prevede che "Le disposizioni del titolo VI, capo I, del T.U. bancario non si applicano ai servizi e attività di investimento, al collocamento di prodotti finanziari nonché alle operazioni e ai servizi che siano componenti di prodotti finanziari assoggettati alla disciplina dell'articolo 25-bis

particolare riguardo alla nozione di “prodotto finanziario” e di “componenti di prodotti finanziari” (c.d. prodotti “misti”)<sup>52</sup>.

Benché fosse stata prevista la stipula di un protocollo di intesa allo scopo di meglio precisare la ripartizione di competenze tra questi due organismi di risoluzione delle controversie, questo importante passaggio ad oggi deve essere ancora completato<sup>53</sup>; ne consegue che, allo stato, non esiste ancora un criterio direttivo ufficiale al fine di definire precisamente la competenza dell'ABF e della Camera di conciliazione Consob con riferimento ai prodotti finanziari offerti dagli intermediari, banche comprese.

Al fine di cercare di fornire un criterio per l'individuazione più corretta dell'organismo da adire, al momento, il più concreto, appare quello legato alla natura del prodotto finanziario oggetto di contesa, in quanto non è possibile il ricorso all'ABF per quei prodotti finanziari a prevalente funzione di investimento.

In ogni caso, fortunatamente le difficoltà nell'individuazione dell'organismo da adire non hanno ripercussioni immediatamente negative o preclusive per l'investitore ovvero per il cliente poiché, se da una parte, il ricorso all'ABF non presuppone l'esperimento di un tentativo di conciliazione, dall'altra, l'eventuale incompetenza della Camera di conciliazione Consob non pregiudica il ricorso all'ABF.

---

ovvero della parte IV, titolo II, capo I. In ogni caso, alle operazioni di credito al consumo si applicano le pertinenti disposizioni del titolo VI del T.U. bancario”.

<sup>52</sup>Per tale aspetto le disposizioni richiamano i criteri contenuti nella nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. La Banca d'Italia ha emanato nuove disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari, che hanno sostituito le disposizioni precedentemente contenute nel Titolo X, Capitolo I delle Istruzioni di Vigilanza per le banche, che sono state di conseguenza espressamente abrogate. Provvedimento Banca d'Italia 29 luglio 2009, in G.U. 18 settembre 2009, n. 217, entrato in vigore il 3 ottobre 2009, con obbligo di adeguamento da parte degli intermediari entro il 31 dicembre 2009. Con successivo provvedimento del 15 febbraio 2010, le disposizioni del 29 luglio 2009 sono state nuovamente sostituite ed integrate con la disciplina di attuazione del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, con il quale è stata recepita nel nostro ordinamento la Direttiva 2007/64/CE sui servizi di pagamento nel mercato interno.

<sup>53</sup>In questo protocollo potranno *inter alia* essere regolati gli aspetti operativi della collaborazione tra i due sistemi stragiudiziali in modo da assicurare che i clienti, in caso di inesatta individuazione del sistema di risoluzione stragiudiziale applicabile alla propria controversia, vengano indirizzati al sistema competente.

In realtà, tali difficoltà nella scelta dell'organismo e il conseguente scrutinio risultano sempre meno frequenti, o, comunque, inversamente proporzionali al diffondersi, all'interno dei contratti sottoscritti, di apposite clausole per la risoluzione delle controversie che forniscono ab origine l'indicazione del sistema ADR da seguire in caso di lite.

La natura giuridica di tali clausole è stata oggetto di ampi dibattiti in dottrina in ordine alla loro eventuale natura vessatoria<sup>54</sup>, opinioni<sup>55</sup> che, però, appaiono largamente dominate dall'orientamento che ritiene che tali clausole non necessitino di una duplice sottoscrizione a fronte delle peculiari caratteristiche dello strumento ADR indicato (conciliazione o della mediazione<sup>56</sup> ovvero

---

<sup>54</sup>Solo nell'ambito delle controversie in materia di turismo il legislatore ha espressamente richiesto la doppia sottoscrizione delle clausole di mediazione eventualmente inserite nei contratti turistici. Sul punto veda SANTAGATA, *La nuova mediazione civile e le procedure di conciliazione in materia turistica*, in *Contratti*, 2011, p. 519; si vedano anche: ASCIONE, *Clausola di mediazione e giudizio di vessatorietà*, in Favale, Gambini, *Mediazione civile e strumenti di composizione delle liti*, Napoli, 2013, p. 103; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, cit., p. 166; ci sia consentito rinviare anche a SOLDATI, *La composizione delle controversie in materia turistica*, in Cogliani, Santagata, Gola, Sandulli (a cura di), *L'ordinamento del mercato turistico*, Torino, 2011, p. 322.

<sup>55</sup>Al riguardo si veda anche la Circolare ABI n. 8 del 2011 nella quale, partendo dal carattere tassativo dell'elenco di clausole in odore di vessatorietà contenuto nell'art. 33, comma 2, del codice del consumo, viene affermato che la clausola che predetermini l'organismo di mediazione non comporterebbe una deroga alla competenza né alla giurisdizione, ma impegnerebbe le parti, salvo diverso possibile successivo accordo, a riferire la controversia ad uno o più determinati organismi (ferma restando la possibilità per il cliente di adire allo scopo l'ABF, ovvero la Camera di conciliazione Consob, in funzione dell'inadempimento contestato, e/o di scegliere un organismo diverso in un momento successivo). L'ABI afferma, inoltre, che l'esclusione della vessatorietà conseguirebbe anche dalla circostanza che è la legge a contemplare la possibilità di un accordo preventivo circa l'organismo di mediazione e, di conseguenza, tale previsione, argomentando dal disposto del comma 3 dell'art. 34 del codice del consumo, sarebbe inconciliabile con la possibile vessatorietà della clausola.

<sup>56</sup>Cfr. MASONI, *La mediazione nel processo*, cit., p. 182; MONTICELLI, *Il c.d. foro del consumatore e la vessatorietà della clausola di predeterminazione dell'organismo di mediazione*, in *Contratti*, 2011, p. 856; NEGRI, STOLFI, *La mediazione finalizzata alla conciliazione delle controversie civili e commerciali. Riflessi del nuovo istituto nell'ambito del settore assicurativo*, in *Dir. economia ass.*, 2011, p. 907; BARTOLOMUCCI, *Art. 141 Codice del consumo*, in Alpa, Rossi Carleo (a cura di), *Commentario al codice del consumo*, Napoli, 2005, pp. 866-867. In relazione alla natura potenzialmente vessatorie di tale clausole nei contratti finanziari si rinvia a: MONTICELLI, *Accesso al credito e tutela del consumatore: questioni nuove e problemi irrisolti*, in *Giust. civ.*, 2012, p. 527; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, cit., p. 166; G. LENER, *Le clausole abusive nei contratti del mercato finanziario*, in E. Gabrielli, R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in Trattato dei contratti diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, Torino, I, 2004, p. 129. In giurisprudenza, da ultimo, Corte di Giustizia dell'Unione europea, Grande Sezione, 9 novembre 2010, causa C-137/2008, in *Contratti*, 2011, 113, con nota

dell'arbitrato<sup>57</sup>) e ciò, in modo particolare, con riferimento in tutti quei contratti nei quali la parte contraente può essere fatta rientrare nella nozione di consumatore di cui al Codice del consumo<sup>58</sup>.

Per un più corretto inquadramento della materia è necessario evidenziare come l'introduzione di sistemi di ADR, in modo particolare nell'ambito delle controversie finanziarie, trovi la sua ratio regolatoria nella peculiarità delle esigenze di tutela dei fruitori dei servizi finanziari e dell'oggetto delle controversie,

---

di PATTI, *Oltre il caso "Pannon": poteri istruttori del giudice e tutela del consumatore*. Secondo un costante orientamento della Corte di cassazione la disciplina relativa al foro del consumatore si interpreta nel senso che il legislatore, nelle controversie tra consumatore e professionista, ha stabilito la competenza territoriale esclusiva del giudice del luogo della residenza o del domicilio elettivo del consumatore, presumendo vessatoria la clausola che individui come sede del foro competente una diversa località. *Inter alia* si vedano: Cass., Sez. Un., 1 ottobre 2003, n. 14669, in *Foro it.*, 2003, I, 2, c. 3298, e tra le più recenti: Cass., 18 ottobre 2010, n. 21379, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, p. 407; Cass., 20 agosto 2010, n. 18785, in *Contratti*, 2010, p. 1085.

<sup>57</sup>Cfr. CORSINI, *L'arbitrato amministrato della Camera di conciliazione e arbitrato costituito presso la Consob*, cit., p. 368, il quale rileva che ai fini di una effettiva tutela del consumatore, "nel solco della tradizione, l'art. 6 d.lgs. n. 179/2007 dispone che la clausola compromissoria per arbitrato Consob inserita nei contratti stipulati tra intermediari ed investitori non professionali (ossia i consumatori in ambito finanziario) è vincolante soltanto per l'intermediario, a meno che questo non provi che sia frutto di una trattativa diretta. La formulazione usata dalla norma è differente, ma non dissimile negli effetti pratici, rispetto a quanto disposto dal codice del consumo, in particolare dagli artt. 33, comma 2°, lett. *t*) e 34, comma 4°, d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, per cui le clausole di deroga alla competenza dell'autorità giudiziaria sono abusive, se il professionista non prova che vi è stata trattativa individuale." Si veda anche: BENEDETTELLI, *Arbitrato, borsevalori ed internazionalizzazione dei mercati finanziari*, in *Riv. soc.*, 1999, pp. 1342-1343, il quale con riferimento all'abrogato art. 1469-bis c.c. n. 18 (e trasfuso nel codice del consumo) rileva correttamente come l'abusività di una clausola compromissoria dovrà essere accertata caso per caso verificando se la specifica procedura arbitrale da essa prevista possa essere considerata espressione di un *fair trial*...dunque, ove la clausola rinvii ad arbitrati amministrati in base a regolamenti che... sono particolarmente attenti ad assicurare all'investitore non professionista una giustizia imparziale, tempestiva e specializzata, dal punto di vista del diritto comunitario, l'abusività andrà esclusa.

<sup>58</sup>L'art. 141 del Codice del consumo esclude, infatti, la vessatorietà delle clausole di conciliazione o mediazione inserite nei contratti dei consumatori con le quali si prevede che, in caso di controversie, le parti si impegnino ad adire preventivamente uno degli organismi di composizione stragiudiziale in base ai principi del medesimo articolo. Più precisamente, il rinvio è agli "organi di composizione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo che si conformano ai principi della raccomandazione 98/257/CE della Commissione, del 30 marzo 1998, riguardante i principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo, e della raccomandazione 2001/310/CE della Commissione, del 4 aprile 2001, concernente i principi applicabili agli organi extragiudiziali che partecipano alla risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo.... In ogni caso, si considerano organi di composizione extragiudiziale delle controversie ai sensi del comma 2 quelli costituiti ai sensi dell'art. 2, comma 4 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, dalle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura".

spesso caratterizzate dall'esiguità delle pretese (c.d. small claims) e dall'impossibilità di ottenere un efficace e tempestivo rimedio giurisdizionale per i costi e i tempi lunghi della giustizia civile, nonché di una giurisprudenza che concede ancora poche certezze<sup>59</sup>; allo stesso tempo, però, al di là di un fine regolatorio della materia, sia a livello nazionale che dell'Unione, l'adesione a sistemi di ADR è parte integrante di un processo di marketing da parte degli intermediari diretto a favorire il mantenimento di buone relazioni con la clientela in un'ottica di fidelizzazione del rapporto in mercati fortemente regolamentati, ma estremamente competitivi.

Se, da un lato, è fuori di dubbio che negli ultimi anni la normativa di settore si è sempre di più concentrata nel curare i profili di correttezza e trasparenza nel rapporto con la clientela: tali interventi sono, quindi, strettamente correlati agli obiettivi di vigilanza a presidio della fiducia nel sistema finanziario e della tutela degli investitori stabilite dall'art. 5 del TUF, dall'altro lato è altrettanto fuori di dubbio che i poteri dell'Autorità di vigilanza debbano essere affiancati da adeguati strumenti di enforcement, tra i quali non possono non essere contemplati anche i sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie.

Questi sistemi ADR sono finalizzati alla tutela del cliente, per assicurargli una risoluzione delle controversie caratterizzata da rapidità, economicità ed efficacia e che, al contempo, gli garantiscono, nella sua veste di contraente

---

<sup>59</sup>Cfr. ARDIZZONE - VITALI, *Le ADRs nei mercati finanziari: spunti dal nuovo regolamento della Camera di Conciliazione e Arbitrato presso la Consob*, cit., pp. 1003-1004, i quali evidenziano le diverse correnti giurisprudenziali in merito al contenzioso tra investitori e intermediari. In vero per quanto attiene all'ABF le numerose pronunce emesse cominciano ad avere una certa consistenza "giurisprudenziale" che consente a monte una valutazione sull'opportunità di accesso allo strumento, anche in termini di esito della domanda. In dottrina: CAGGIANO, *L'arbitro bancario finanziario, esempio virtuoso di degiurisdizionalizzazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 439; PIERUCCI, *L'arbitro Bancario Finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, p. 811; in materia, *inter alia*, si rinvia a: MINERVINI, *L'Arbitro Bancario Finanziario. Una nuova "forma" di ADR*, Napoli, 2014; FINOCCHIARO, *L'arbitro bancario finanziario tra funzioni di tutela e di vigilanza*, Giuffrè, 2012; SCOTTI, voce "A.B.F. e rapporti bancari", nel *Digesto IV ed., Disc. priv., sez. comm., Agg. VI*, 2012, p. 3; CAPOBIANCO, voce "Arbitro bancario finanziario", nel *Digesto IV ed., Disc. priv., sez. comm., Agg. VI*, Utet, 2012, p. 35.

debole, un'elevata professionalità e competenza, e ciò in considerazione del fatto che i metodi di risoluzione delle controversie sono, anche se indirettamente, un'applicazione dei principi di trasparenza e correttezza nelle relazioni contrattuali.

In conclusione, un altro aspetto assai delicato per la Consob nell'approcciare i sistemi ADR nell'ambito finanziario sarà dato, da un lato, dalla finalità regolatoria di cui la stessa intenderà caratterizzarsi in sede di normazione secondaria, e, dall'altro, dalle differenti caratteristiche delle procedure che andrà ad offrire, dalle qualificazioni professionali dei propri "risolutori", dalla natura giuridica del risultato che le parti possono ottenere all'esito delle stesse, nonché dai costi da sostenere per ottenerle o, quanto meno, per soddisfare l'obbligatorietà, del tentativo di mediazione in questo specifico settore di applicazione.

**Nicola Soldati**

*Professore associato di diritto dell'economia  
nell'Università di Bologna Alma Mater*