

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

2009

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

WWW.RTDE.LUISS.IT

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

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci  
F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - V. Lemma - E. Venturi

## *Consulenza ICT ed Organizzativa*

N. Casalino

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.

# INDICE SOMMARIO

## PARTE PRIMA

|  |     |
|--|-----|
| <i>Presentazione</i> .....   | 1   |
| GIORGIO COSTANTINO, <i>Economia e processo: contributo alla definizione delle regole processuali nei conflitti economici</i> .....                   | 7   |
| ANTONELLA ANTONUCCI, <i>Banche e nuovo diritto societario: problemi e prospettive</i> .....  | 46  |
| GIANCARLO MONTEDORO, <i>Economia della crisi, trasformazioni dello Stato, governo dei giudici</i> .....  | 59  |
| GUIDO ALPA, <i>Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale</i> .....  | 83  |
| ENRICO CAVALIERI, <i>Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale</i> .....  | 100 |
| EMILIO BARONE - GENNARO OLIVIERI, <i>Derivati e usura: l'utilizzo delle opzioni nella costruzione di negozi in frode alla legge</i> .....            | 110 |
| GIUSEPPE CARRIERO, <i>Mercato assicurativo e sistema dei controlli pubblici</i> .. .....   | 125 |
| RAINER MASERA, <i>La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere</i> .....                                   | 147 |
| FRANCESCO COCOZZA - STEFANIA ZANZI, <i>Note in tema di "regole" - "regolazione" - "arbitri" collegati in "rete" per una libera concorrenza</i> ..... | 196 |
| VINCENZO DONATIVI, <i>L'avvio dell'attività imprenditoriale tra diritto sostanziale e adempimenti amministrativi</i> .....                           | 216 |
| FABIANO COLOMBINI, <i>Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli</i> .....   | 240 |
| VINCENZO TROIANO, <i>Le clausole di equivalenza nella regolazione finanziaria comunitaria</i> .....  | 258 |
| ELISABETTA CERVONE, <i>Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating</i> .....   | 280 |

## PARTE SECONDA

|  |     |
|--|-----|
| ELEONORA VENTURI, <i>L'adeguatezza delle operazioni di intermediazione finanziaria nelle prescrizioni della disciplina speciale e nell'orientamento della Cassazione (C. Cassazione 25 giugno 2008, n. 17340)</i> .....                              | 1   |
| ANDREA TUCCI, <i>Il problema della forma dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento (Trib. Monza, 4 giugno 2008 e Trib. Forlì, 12 settembre 2008)</i> .....   | 21  |
| MARCO SEPE, <i>Segnalazioni a sofferenza alla Centrale Rischi e applicabilità del Codice della privacy alla Banca d'Italia (Corte di Cassazione Civile - Sezione prima - 5 marzo - 1 aprile 2009, n. 7958)</i> .....                                 | 55  |
| VALERIO LEMMA, <i>Autorizzazione all'attività bancaria e tutela del risparmio (Corte di Cassazione Penale - Sezione quinta - 20 gennaio 2009, n. 2071)</i> .....   | 93  |
| CONCETTA BRESCIA MORRA, <i>I limiti della responsabilità degli intermediari nei confronti di società che stipulano un contratto di swap dichiarando di essere operatori qualificati (Corte di Cassazione, 26 maggio 2009, n. 12138)</i> .....        | 115 |
| DOMENICO SICLARI, <i>Rilascio di garanzie in sede di gara pubblica e potere discrezionale della P.A. di individuazione della tipologia di garante (Consiglio di Giustizia amministrativa per la Regione Siciliana, 15 aprile 2009, n. 231)</i> ..... | 146 |
| CESARE SAN MAURO, <i>La disciplina della golden share dopo la sentenza della corte di giustizia C-326/07 (Corte di Giustizia delle Comunità Europee, 26 marzo 2009)</i> .....  | 198 |
| MARIADELE CUCINOTTA, <i>La sentenza della Corte di Giustizia 26 marzo 2009 (causa C-326/07): problematiche rilevanti e implicazioni de jure condendo (Corte di Giustizia delle Comunità Europee, 26 marzo 2009)</i> .....                            | 229 |

## PRESENTAZIONE

1 *Quale significato è possibile ascrivere oggi alla nascita di un nuova Rivista, finalizzata alla diffusione dell' informazione, alla disamina di problemi, di tematiche orientate alla valutazione del ruolo attuale del «diritto» in un sistema globale, in un contesto destinato a recepire e a rielaborare gli impulsi propulsivi rivenienti dal mondo capitalistico?*

*E' difficile dirlo. Per certo, a base di un' iniziativa siffatta v'è la consapevolezza del crescente rilievo che, al presente, assumono questioni di variegata natura che convergono nel comune riferimento al diritto dell'economia; v'è l'intento, assunto in piena buona fede, di attivare uno strumento d'ausilio nella comprensione di eventi complessi della realtà relazionale nella quale siamo inseriti; v'è l'impegno a ribadire, in relazione alla salvaguardia dei diritti fondamentali, l'importanza della funzione di mediazione svolta dalla legislazione, a tener conto dei limiti che emergono dal mero riferimento alla tecnica come criterio disciplinare.*

*Ed invero, costituisce ormai un dato di comune e generalizzata condivisione l'esigenza di ricondurre l'analisi dei fenomeni che si dibattono in ambito giuridico ai fondamenti della razionalità economica. Del pari, fa parte dell'immaginario collettivo di noi tutti il convincimento secondo cui solo l'ordine che viene da «regole giuste» può eliminare gli squilibri, le an-*

*tinomie che alterano l'andamento dei mercati, condizionando lo sviluppo della collettività.*

*Da qui la ragione che induce ad individuare nella ricerca attuata con metodo interdisciplinare la forma di indagine ottimale, consona con l'adozione di adeguati «meccanismi decisionali», sollecitati da una architettura di sistema particolarmente complessa. In sintonia con la «eterogeneità dei processi» indotti dai tempi attuali si rende, infatti, necessaria un'analisi che tenga conto delle molteplici componenti che danno contenuto ai differenti settori della realtà economica.*

*A ben considerare, già nel passato venne avvertita l'esigenza di approfondire gli aspetti tecnici sottostanti a talune problematiche giuridiche, avendo riguardo alle peculiarità della materia oggetto di regolazione. In particolare, il ricorso alle valutazioni tipiche dell'analisi economica del diritto da anni consente di valutare gli effetti dell'impatto di nuovi complessi dispositivi, sì da fornire utili spunti per la comprensione delle difficoltà di messa a regime di nuove procedure.*

*Un ulteriore, delicato compito sembra oggi debba essere assegnato agli studi di diritto dell'economia ed alla ricerca volta ad approfondirne gli ambiti ed a svilupparne la portata. Esso deriva dall'ineludibile bisogno di conoscenza delle variegate e composite ragioni che sono alla base di una realtà in rapida trasformazione; si individua nella capacità di innovare gli strumenti interpretativi che, nel rispetto dei canoni tradizionali dell'ermeneutica giuridica, consentono di semplificare i processi e di definire i modelli di riferimento o in fieri.*

2. *La predisposizione di appropriate forme di tutela sempre più rivolte alla trasparenza dei rapporti, la riduzione dei vincoli e la conseguente liberalizzazione dell'agere che caratterizza*

*il cambiamento recato dall'integrazione europea, il crescente ridimensionamento dei poteri autoritativi del «vertice» dei sistemi economico finanziari identificano gli obiettivi primari di un'indagine che vuole essere determinante nella sua destinazione funzionale.*

*La «specializzazione» di una ricerca realizzata nei termini testé precisati è sostenuta dalla considerazione che nel momento presente - più di quanto non fosse dato riscontrare in epoche passate - assumono rilievo la «fluidità» e la «flessibilità» dei confini tra i diversi saperi; a queste si ricollega la possibilità di previsioni condivisibili, realizzate mediante lo scambio dei risultati propri di una pluralità di scienze cognitive, che si confrontano tra loro in vista del comune obiettivo della massimizzazione del benessere sociale.*

*In tale contesto, si delineano soluzioni che incidono, in via immediata, sulle possibilità di sviluppo futuro dei singoli ordinamenti: l'approfondita conoscenza dei fenomeni consente di governarli, evitando le sopraffazioni. Il rapporto norma - fatto viene riguardato in un'angolazione che dà specifico rilievo alle profonde trasformazioni del quadro giuridico complessivo indotte dagli effetti economici di una realtà in continua evoluzione.*

*La ricostruzione a sistema del complesso dispositivo vigente non si esaurisce, pertanto, in una dimensione concettuale e dogmatica: su di essa esplicano un ruolo sempre più ampio e più incisivo il legame tra il diritto e la storia, la faticosa apertura ad un'interpretazione coerente con le significative innovazioni che caratterizzano l'era presente. La funzione del diritto finisce con l'essere sempre meno neutra, il suo essere correlato al potere gli conferisce una vettorialità strumentale al superamento delle incertezze e delle difficoltà che si evidenziano nella complessa dinamica della vita.*

*Diviene, altresì, possibile affiancare al rigore delle regole la eticità dei comportamenti: si apre una prospettiva nella quale autodisciplina e correttezza divengono i capisaldi di una normativa che affida il raggiungimento di più elevati livelli di salvaguardia, di integrità e di stabilità dei sistemi a meccanismi di autogoverno ed al senso di responsabilità degli operatori. Tale forma di ricerca, dunque, indica la via da percorrere nel tentativo di superare le avversità derivanti dal progresso e dall'ampliamento delle relazioni (che, con terminologia moderna, definiamo globalizzazione); essa avvicina l'ambito traguardo costituito dalla diffusione dei benefici rivenienti dalla socialità, intesa quale comunanza di vita, prospetticamente protesa alla «crescita d'insieme».*

3. *Naturalmente, affrontare l'analisi della realtà giuridico economica che ci circonda assegna alla ricerca - di cui si fa portatrice la Rivista - un ruolo cruciale. Quest'ultimo appare preordinato all'acquisizione di informazioni, da elaborare e concettualizzare in schemi, nonché alla definizione di ipotesi ricostruttive della disciplina di riferimento dei fenomeni in osservazione. In altri termini, si è in presenza di un impegno che, in conformità ai criteri cui è protesa ogni attività interpretativa, si pone l'ambizioso obiettivo di evidenziare la verità, secondo scienza e convinzione; verità che, nella moderna dimensione dei rapporti intersoggettivi, va accertata dando significativo spazio al legame individuo-collettività, realizzato attraverso forme di interazione sempre più strette tra diritto ed economia.*

*Va da sé che tale finalità potrà essere perseguita non solo mediante studi condotti nel riferimento a tecniche esegetiche incentrate sul carattere interdisciplinare della ricerca, bensì*



*ospitando nella Rivista contributi su materie ed argomenti di carattere economico finanziario (dai quali trarre spunto per gli approfondimenti che necessitano in vista della «risoluzione» di specifiche problematiche giuridiche).*

*E' evidente come sotteso all'indicato contenuto programmatico della Rivista si rinvenga l'intento di pervenire a risultati che consentano interazioni strategiche tra regolazione e sviluppo, libertà e sottoposizione a vincoli, autonomia e controllo. In altri termini, v'è l'aspettativa ... la speranza di attivare un nuovo filone di studi le cui radici dovranno essere ricondotte, per un verso, al funzionamento dei meccanismi economici, per altro alla valutazione dei criteri disciplinari che su di essi incidono. Da qui una prospettiva d'analisi che va oltre l'approccio tradizionale ai temi rilevanti per il diritto dell'economia, secondo una dinamica relazionale che supera le questioni contingenti per estrapolare da queste criteri ermeneutici di carattere generale.*

*In questo disegno - che tende ad assicurare una variegata riflessione sugli aspetti concreti dell'ordine economico, interno ed internazionale, nonché sulla connessione tra questo e le vicende attraversate dalla società - acquista, come si è già detto, un'ampia e significativa presenza lo spazio riservato al sistema finanziario. L'esigenza di far luce, chiarezza nella comprensione dei profili organizzativi, delle linee comportamentali del mondo della finanza diviene incontrovertibile presupposto della ricerca che la Rivista si propone di svolgere, incardinando l'indagine negli schemi tipici dei tradizionali percorsi dediti alla materia giuridico economica.*

*Consequenziale appare la necessita di assicurare la più ampia diffusione possibile ai risultati dei lavori così realizzati. Al tal fine, per ampliare in maniera innovativa gli orizzonti di fruizione degli studi che si intendono pubblicare – ed in con-*

*formità con gli scopi di solidarietà sociale cui s'ispira l'Ente promotore della Rivista – la diffusione del messaggio culturale proposto avverrà gratuitamente ed in modalità on line che ne facilitino la consultazione.*

*Francesco Capriglione*

ECONOMIA E PROCESSO:  
CONTRIBUTO ALLA DEFINIZIONE DELLE REGOLE PROCESSUALI  
NEI CONFLITTI ECONOMICI \*

SOMMARIO: 1. Premessa: processo e tecnica.- 2. Gli obiettivi della tutela giurisdizionale civile.- 3. I tentativi di fuga dalla giurisdizione e dalla giurisdizione ordinaria: alcuni esempi.- 4. I costi della giustizia.- 5. I tentativi di fuga dal processo.- 6. Cenni ad altre esperienze. - 7. Disciplina processuale e prassi applicative.- 8. Cenni alla genesi delle ultime riforme.- 9. Conclusioni.

1. La nascita di una nuova Rivista significa l'apertura di una nuova sede di dibattito e di confronto, di un nuovo veicolo per la circolazione delle idee.

Ho, quindi, apprezzato e gradito l'invito a contribuire al primo numero con alcune riflessioni sui rapporti tra economia e processo civile.

A ben vedere, si tratta di offrire un contributo alla definizione delle regole processuali idonee a comporre i conflitti economici, in base ai dati ed agli elementi che possono essere dedotti dalla analisi e dalla esperienza, non anche, ovviamente, in base alle personali aspirazioni ed alla visione del mondo di chi scrive.

La precisazione, ovvia e scontata, non appare superflua.

Sebbene, infatti, i due termini siano considerati equivalenti, il *processo* non coincide con il *giudizio*: il processo precede il giudizio ed è lo strumento perché questo non sia un favore concesso dal giudicante, ma l'applicazione di regole pre-

---

\* Queste pagine sono dedicate, con gratitudine e commosso rimpianto, alla memoria di Luigi Montesano.

determinate con la tecnica del contraddittorio, e dovrebbe servire a rendere prevedibile la decisione, rendendo verificabili e trasparenti le regole del *giudizio*. Oggetto dell'attenzione, pertanto, è il processo, quale serie di atti preordinati ad un unico scopo, che è, per quelli di cognizione, la decisione di merito e, per quelli di esecuzione, la realizzazione coattiva del diritto dedotto nel titolo esecutivo.

Il processo è tecnica. Le questioni processuali sono questioni tecniche. Come tali possono e devono essere affrontate prescindendo da ogni suggestione ideologica.

Il che, peraltro, non significa affatto che esse prescindano o siano indifferenti a giudizi di valore. Ma questi ultimi e le scelte ideologiche riguardano soprattutto il risultato o l'obiettivo perseguito. Spetta, quindi, all'interprete individuare quelle del legislatore e, nell'assenza o nell'ambiguità di esse, esplicitare quelle che compie.

Nei confronti degli strumenti processuali, la prima e fondamentale questione consiste nel verificare se funzionano, se sono idonei allo scopo per il quale sono stati predisposti. Lo scopo può essere, o no, condiviso. E qui entrano in gioco le inclinazioni ideologiche o le preferenze di ciascuno. Queste debbono comunque fare i conti con le opzioni del legislatore: «*Legum servi sumus ut liberi esse possimus*»<sup>1</sup>.

Se il processo è tecnica e se le questioni processuali sono, innanzi tutto, questioni tecniche, il loro esame presuppone ed implica che le si affrontino con professionalità.

Senonché costituisce un dato di comune esperienza che, di fronte alla grave e profonda crisi della giustizia e della giustizia civile in Italia, si moltiplichino le ricette palingenetiche, apparentemente idonee a risolvere rapidamente, se non addirittura

---

<sup>1</sup> M.T. CICERONE, *Oratio Pro A. Cluentio Habito*

tura immediatamente, ogni problema e a ridare dignità ad un sistema ben oltre l'orlo del collasso.

A questo proposito, vale la pena di ricordare che è in via di conclusione l'*iter* parlamentare di un disegno di legge intitolato «Disposizioni per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività nonché in materia di processo civile» (d.d.l. n. 1082/S/XVI, già n. 1441-bis/C/XVI). L'art. 55, co. 5° e 6°, abroga gli artt. 1- 33 del d.leg. 17 gennaio 2003, n. 5, sul processo commerciale o societario; l'art. 48, co. 2°, abroga l'art. 366 *bis* c.p.c., sui quesiti nel ricorso per cassazione; l'art. 54, co. 1°, abroga l'art. 3 l. 21 febbraio 2006, n. 102, che aveva esteso il rito del lavoro alle «cause relative al risarcimento dei danni per morte o lesioni, conseguenti ad incidenti stradali». Questa riforma del processo civile succede a quelle avviate con il d.l. 14 marzo 2005, n. 35, conv. con l. 14 maggio 2005, n. 80, pure intitolato alla «competitività»<sup>2</sup>; in quella occasione è stato abrogato l'art. 180 c.p.c., introdotto con i dd.l. 21 aprile 1995, n. 121, 21 giugno 1995, n. 238, 9 agosto 1995, n. 347, 18 ottobre 1995, n. 432, quest'ultimo convertito in l. 20 dicembre 1995, n. 534<sup>3</sup>. Con il decreto *correttivo* 12 settembre 2007, n. 169, è stata profondamente modificata la riforma del fallimento attuata con il d.leg. 9 gennaio 2006, n. 6: è stato abrogato l'art. 24, co. 2°, per il quale alle controversie nascenti dal fallimento avrebbe dovuto applicarsi il rito camerale di cui agli artt. 737

---

<sup>2</sup> Anche per indicazioni, cfr. F. CIPRIANI, G. MONTELEONE (a cura di), *La riforma del processo civile*, Padova, 2007; S. CHIARLONI (a cura di), *Le recenti riforme del processo civile*, Bologna, 2007; A. BRIGUGLIO, B. CAPPONI (a cura di), *Commentario alle riforme del processo civile*, Milano, 2007.

<sup>3</sup> Si rinvia a *La giustizia civile e Biancaneve: secondo episodio. Prime note sulla introduzione della causa nel processo ordinario di cognizione dallo «scambio di cioccolatini» al «minestrone»*, in *Rassegna forense*, 2005, p. 847 ss.

ss. c.p.c.<sup>4</sup>; è stata riscritta la disciplina sull'accertamento del passivo.

Il processo commerciale o societario era stato presentato come uno strumento risolutivo dei conflitti economici, come una anticipazione «di una riforma organica di tutto il processo civile» e come «una sperimentazione generalizzabile in un futuro prossimo»<sup>5</sup>. Il quesito di diritto di cui all'art. 366 *bis* c.p.c. era stato previsto per «meglio finalizzare l'attività della Corte alla decisione delle questioni di diritto e di evitare che il ricorso si limiti ad una mera ripetizione degli argomenti sostenuti nelle precedenti fasi»<sup>6</sup>. Analoghe ragioni efficientiste sono state in-

---

<sup>4</sup> V. soprattutto M. GRADI, *Il rito camerale per le azioni che derivano dal fallimento fra disciplina transitoria e «giusto processo»*, in *Dir. fall.*, 2007, II, 436.

<sup>5</sup> Così il Comunicato n. 88 del Consiglio dei Ministri del 10 gennaio 2003. Si rinvia, anche per indicazioni, a *Il processo commerciale, Commento agli artt. 1 – 33 d. leg. 17 gennaio 2003, n. 5*, in *Commentario al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, (in corso di stampa) Padova, 2009; *La trattazione davanti al giudice nel processo commerciale*, in *Studi in onore di Carmine Punzi*, Torino, 2008, II, 161; *La responsabilità degli organi societari. Profili processuali*, in *Società*, 2007, 2, 207; *La riforma del diritto societario: note sugli aspetti processuali*, in *Foro it.*, 2001, V, 273; *Note sulle proposte di accelerazione dei giudizi di impugnazione delle deliberazioni degli organi societari*, in *Società*, 2000, 5, 520 ss.; voce *Societario (processo)*, in *Enc. giur. «il Sole-24Ore»*, Milano, 2007, XV, 197; *Contributo alla ricerca di un modello processuale per i conflitti economici*, in *Società*, 2000, 2, 161 ss.

<sup>6</sup> Così la Relazione al d. leg. 2 febbraio 2006, n. 40. Cfr. UFFICIO DEL MASSIMARIO E DEL RUOLO, *Relazione sullo stato della giurisprudenza n. 22 del 13 febbraio 2009, e n. 25 del 3 marzo 2008, Formulazione del quesito di diritto ai sensi del nuovo art. 366 bis cod. proc. civ. – Stato della giurisprudenza* (red. A. Carrato), in [www.cortedicassazione.it](http://www.cortedicassazione.it); R. CAPONI, *Formulazione del quesito di diritto e indicazione del fatto controverso nel ricorso per cassazione (art. 366 bis c.p.c.): aggiornamenti giurisprudenziali*, in *Foro it.*, 2008, I, 522; B. CAPPONI, *Formulazione del quesito di diritto e questioni rilevabili anche d'ufficio nel giudizio di cassazione*, *ibidem*, 232; F. CIPRIANI, *Il quesito sintetico, il quesito multiplo e le preoccupazioni dei ricorrenti*, in *Giusto proc. civ.*, 2008, 901; *Ricorsi alla cassazione e quesito di diritto*, in *Foro it.*, 2008, 117; ID., *Ricorso per cassazione e quesito di diritto*, in *Prev. Forense*, 2008; M. FABIANI, *Riflessioni inattuali su formalismo giudiziario e quesito di diritto*, in *Foro it.*, 2008, V, 226; R. FRASCA, *Intorno a talune questioni sul nuovo processo di cassazione*, in *Foro it.*, 2008, V, 143; G. OLIVIERI, *Il quesito di diritto nel procedimento davanti alla corte di cassazione*, in *Giur.it.*, 2008, 1578; R. POLI, *Specificità, autosufficienza e quesito di diritto nei motivi di ricorso per cassazione*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 1249 ss;

vocate per l'estensione del rito del lavoro alla infortunistica stradale e per quella del rito camerale alle controversie nascenti dal fallimento. L'art. 180 c.p.c. era stato introdotto, nel 1995, contro la riforma attuata con la l. 26 novembre 1990, n. 353, ed è stato eliminato a far tempo dal 1° marzo 2006.

Il dibattito su ciascuna di queste riforme ha avuto forti caratterizzazioni ideologiche; ha messo in sordina gli aspetti tecnici, relativi alla congruità dei mezzi ai fini. Ma il fallimento di ciascuna di esse è stato determinato proprio dalla inidoneità degli strumenti rispetto agli obiettivi enunciati.

Anche in riferimento a queste recenti esperienze, pertanto, può non essere considerata banale e superflua la constatazione che il processo è tecnica, che le questioni processuali so-

---

A. BRIGUGLIO, *La cassazione e i quesiti*, in *Giust. civ.*, I, 2007, 2736; R. CAPONI, *Il nuovo giudizio di cassazione civile: quesito di diritto, principio di diritto, massima giurisprudenziale*, in *Foro it.*, 2007, I 1387 ss.; A. CARRATO, *Prime questioni conseguenti all'applicazione del nuovo art. 366 bis c.p.c. nel giudizio di cassazione*, in *Corriere giur.*, 2007, 1280; G. IANNIRUBERTO e U. MORCAVALLO (a cura di), *Il nuovo giudizio di cassazione*, Milano, 2007; G. NELA, *Primi insegnamenti della corte di cassazione sulla inammissibilità del ricorso ai sensi dell'art. 366 bis c.p.c.*, in *Giur. it.*, 2007, 1993; R. POLI, *Il giudizio di cassazione dopo la riforma*, in *Riv. dir. proc.*, 2007, 9 ss.; R. TISCINI, *Il giudizio di Cassazione riformato*, in *Giusto processo*, 2007; A. CARRATO, *Il quesito di diritto nel ricorso per cassazione: istruzioni per l'uso - Problemi applicativi dell'art. 366 bis c.p.c. modificato dal d.leg. 40/2006*, in *Dir. e giustizia*, 2006, 53; A. CARRATTA, *La riforma del giudizio in Cassazione*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2006, 1105, 1117; G. MONTELEONE, *Il nuovo volto della Cassazione civile*, in *Riv. dir. proc.*, 2006, 943; B. SASSANI, *Il nuovo giudizio di cassazione*, in *Riv. dir. proc.*, 2006, 217; M. TARUFFO, *Una riforma della Cassazione civile?*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2006, 755, 764; S. CHIARLONI, *Prime riflessioni sulla delega per la riforma del procedimento in Cassazione*, in *Rass. forense*, 2005, 847; M. DE CRISTOFARO, *L'edificazione della Corte suprema tra risolutezza e «timidezze» del legislatore delegato*, in *Corriere giur.*, 2005, 1760; A. PROTO PISANI, *Novità nel giudizio civile di cassazione*, in *Foro it.*, 2005, V, 252; G. TARZIA, *Il giudizio di Cassazione nelle proposte di riforma del processo civile*, in *Riv. dir. proc.*, 2003, 201 ss.; F. TOMMASEO, *La riforma del ricorso per cassazione: quali i costi della nuova nomofilachia?*, in *Giur. it.*, 2003, 827; E. LUPO (G. MANZO), *Il funzionamento della cassazione civile (Relazione alla Assemblea generale della Corte del 23 aprile 1999)*, in [www.cortedicassazione.it](http://www.cortedicassazione.it); A. BRANCACCIO, *Problemi attuali della Corte suprema di cassazione*, in *Foro it.*, 1989, V, 205.

no questioni tecniche e devono essere affrontate con professionalità, che si tratta, pertanto, di verificare, in primo luogo, se gli strumenti processuali funzionano e se sono idonei allo scopo per il quale sono stati predisposti, prescindendo da ogni suggestione ideologica.

Partendo da questa premessa metodologica, nelle pagine che seguono si intende, in primo luogo, ricordare gli scopi della tutela giurisdizionale civile; in secondo luogo, saranno menzionati alcuni recenti tentativi di fuga dalla giurisdizione; in riferimento al problema dei costi dei servizi legali, ne sarà, quindi, indicato uno dei fondamenti; saranno, poi, indicati i limiti dei tentativi di fuga dal processo e si farà cenno ad alcune esperienze di altri ordinamenti; sarà, infine, messa in evidenza la rilevanza delle prassi applicative e si darà conto delle genesi delle recenti riforme.

2. In generale, l'efficienza della giustizia, in funzione del principio di effettività della tutela giurisdizionale, costituisce un valore fondamentale ed un preciso impegno internazionale, ai sensi degli artt. 24 e 111 Cost., dell'art. 6 della Convenzione europea di salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali e dell'art. 14 del Patto internazionale sui diritti civili e politici, nonché ai sensi della Costituzione europea, ratificata con la l. 2 agosto 2008, n. 130.

Chiamata a pronunciarsi sulle forme di tutela utilizzabili dai detenuti contro la «determinazione della direzione dell'istituto penitenziario che non consentiva loro di ricevere, in istituto, riviste spedite in abbonamento ovvero da parte di familiari, in ragione del loro contenuto asseritamente osceno», la Corte costituzionale, già prima della novella dell'art. 111 Cost. e, quindi, in base alla nozione di «giusto» processo allora deducibile dal sistema, ha affermato che «l'azione in giudizio



per la difesa dei propri diritti è essa stessa il contenuto di un diritto, protetto dagli articoli 24 e 113 della Costituzione e da annoverarsi tra quelli inviolabili, riconducibili all'art. 2 della Costituzione e caratterizzanti lo stato democratico di diritto: un diritto che non si lascia ridurre alla mera possibilità di proporre istanze o sollecitazioni, foss'anche ad autorità appartenenti all'ordine giudiziario, destinate a una trattazione fuori delle garanzie procedurali minime costituzionalmente dovute»<sup>7</sup>.

Dal suo canto, le sezioni unite della Corte di cassazione, nell'affrontare la questione relativa alla qualificazione del requisito dimensionale in funzione della attribuzione del relativo onere della prova, hanno rilevato che «l'obbligazione di ricostruire la situazione di fatto anteriore alla lesione del credito rendendo così possibile l'esatta soddisfazione del creditore, non tenuto ad accontentarsi dell'equivalente pecuniario, costituisce la traduzione nel diritto sostanziale del principio, affermato già dalla dottrina processuale degli anni trenta e poi ricondotto all'art. 24 Cost., secondo cui il processo (ma potrebbe dirsi: il diritto oggettivo, in caso di violazione) deve dare alla parte lesa tutto quello e proprio quello che le è riconosciuto dalla norma sostanziale»<sup>8</sup>.

In riferimento alla sovranità degli stati, la Corte ha negato l'immunità, che «non può ... essere invocata in presenza di comportamenti ... che, in quanto lesivi dei valori universali di rispetto della dignità umana che trascendono gli interessi delle singole comunità statali, segnano il punto di rottura dell'esercizio tollerabile della sovranità»<sup>9</sup>.

Le esigenze della economia non possono ritenersi prevalenti rispetto alla sovranità degli stati.

<sup>7</sup> Così, in motivazione, Corte cost., 11 febbraio 1999, n. 26, in *Foro it.*, 1999, I, 1118.

<sup>8</sup> Così, in motivazione, Cass., ss.uu. 10 gennaio 2006, n. 141, in *Foro it.*, 2006, I, 704.

<sup>9</sup> Così, in motivazione Cass., ss.uu., 29 maggio 2008, n. 14201, in *Resp. civ.*, 2008, 2255.

Ne consegue che, anche nei rapporti economici, occorre riconoscere il diritto di ciascuno ad ottenere attraverso il processo tutto quello e proprio quello che avrebbe diritto di conseguire alla stregua del diritto sostanziale.

Anche questo secondo rilievo può apparire banale e scontato, perché prende atto di principî generali e fondamentali dell'ordinamento positivo vigente.

Senonché, in un recente passato, travolto dalla crisi economica in atto, in funzione delle esigenze della economia, è stata sventolata la bandiera della *deregulation*, l'economia è stata contrapposta al diritto, i bisogni del mercato ai valori della giurisdizione.

La *opinion* del giudice Becker nella decisione della Corte di appello del terzo circuito che ha profondamente segnato l'evoluzione delle *class actions* negli Stati Uniti esordisce rilevando che «Every decade presents a few great cases that force the judicial system to choose between forcing a solution to a major social problem on the one hand, and preserving its institutional values on the other»<sup>10</sup>. Quella decisione, sulla base dei valori istituzionali («*institutional values*»), negò la *certification*, chiesta dalle imprese convenute in funzione della predeterminazione dei danni provocati dall'uso dell'amianto, e revocò l'*injunction* che aveva arrestato tutte le cause individuali pendenti.

Appare ragionevole dubitare che, in uno Stato di diritto, mercato e giurisdizione implicino esigenze e valori contrapposti e non siano conciliabili. L'economia non può prescindere dalle regole e queste devono poter essere attuate e fatte rispettare anche contro la volontà dei consociati. Non appare, infatti,

---

<sup>10</sup> Così U.S. Court Of Appeals For The Third Circuit, 10 maggio 1996, n. 94-1925, *Georgine e altri c. Amchem Products e altri*.

possibile fare a meno delle regole di comportamento, né rinunciare ad esigere la loro osservanza.

Dal punto di vista processuale, il problema non consiste nel «se», ma nel «come». E' un problema tecnico *et quidem* di un problema di tecnica processuale. Ma non appare infondato il sospetto che questo approccio non sia condiviso e l'obiettivo consista nella esclusione o nella limitazione degli spazi di tutela.

Dal punto di vista formale o dei principî generali, occorre prendere atto che questo è il migliore dei mondi possibili, perché, mai, finora, nella storia dell'umanità, ciascun individuo ha avuto a disposizione tante garanzie, considerate assolutamente irrinunciabili. E' un percorso che è partito da molto lontano: nel 450 a.C., Appio Claudio fece pubblicare nel foro le leggi delle dodici tavole, affinché le decisioni giudiziali non fossero manifestazione di arbitrio e ciascuno potesse conoscere le leggi che i giudici erano chiamati ad applicare; nel 1215, nella *Magna Charta Libertatum*, fu stabilito che «*nulli negabimus justitiam*»; dal 1927 al 1939, nelle pagine della *Rivista di diritto processuale* (allora soltanto) *civile*, Antonio Segni segnalava i provvedimenti legislativi di «esclusione della tutela giurisdizionale».

Oggi, in nessun caso, la tutela giurisdizionale può essere esclusa o limitata; i giudici sono soggetti soltanto alla legge; il processo deve essere «giusto».

Ma costituisce un dato di comune esperienza che tra il dover essere e la realtà vi è una contraddizione così profonda da indurre a dubitare che questi principî siano generalmente condivisi.

3. In questa prospettiva, in primo luogo, appare esemplare il dibattito che ha preceduto e che ha accompagnato la riforma

delle procedure concorsuali, di cui al d.leg. 9 gennaio 2006, n. 6, e al decreto *correttivo* 12 settembre 2007, n. 169<sup>11</sup>: le esigenze del mercato e dell'economia sono state contrapposte a quelle della giurisdizione.

La piena autonomia privata è stata sostituita al controllo giudiziale, considerato inefficiente e fonte di ingiustificati ritardi. Nella amministrazione straordinaria, le valutazioni politiche ed amministrative sono state sostituite a quelle dei giudici, ritenuti inadeguati a gestire vicende complesse ed economicamente rilevanti. Basti ricordare la disciplina dettata per Parmalat s.p.a.: d.l. 23 dicembre 2003, n. 347, conv. in l. 18 febbraio 2004, n. 39, d.l. 3 maggio 2004, n. 119, conv. in l. 5 luglio

---

<sup>11</sup> Cfr., senza pretese di completezza, L. LANFRANCHI, *Civile giurisdizione e procedure concorsuali*, in *Corr. giur.*, 2007, 877; M. FABIANI, *Il decreto correttivo della riforma fallimentare*, in *Foro it.*, 2007, V, 225 ss.; L. PANZANI, *Il decreto correttivo della riforma delle procedure concorsuali*, [www.ilfallimentoonline](http://www.ilfallimentoonline). Anche per ulteriori indicazioni, cfr. ROVELLI, *Quale competitività per le imprese dopo le «trasformazioni» della legge fallimentare*, in *Fall.*, 2006, 105; M. FABIANI, *Legge fallimentare riformata e presunta competitività dell'impresa*, in *Foro it.*, 2006, V, 173; G. SCARSELLI, *Procedimento prefallimentare e procedimenti in camera di consiglio*, *ibidem*; I. PAGNI, *L'accertamento del passivo nella riforma del diritto fallimentare*, *ibidem*; G. TRISORIO LIUZZI, *La ripartizione dell'attivo*, *ibidem*; A. NIGRO, M. SANDULLI (a cura di), *Commentario della riforma della legge fallimentare*, Torino, 2006; A. JORIO, M. FABIANI (a cura di), *Il nuovo diritto fallimentare*, Bologna, 2006; M. FERRO, (a cura di), *La legge fallimentare*, Padova, 2007; F. SANTANGELI (a cura di), *Il nuovo fallimento*, Milano, 2006; S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma della legge fallimentare*, Bologna, 2006; A. CAIAFA, *Nuovo diritto delle procedure concorsuali*, Padova, 2006; A. CARRATTA, voce *Procedure concorsuali (riforma delle)*. II. *Profili processuali*, in *Enc. Giur. Treccani*, XV, 2006; G. LO CASCIO, *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*<sup>4</sup>, Milano, 2007; V. ZANICHELLI, *La nuova disciplina del fallimento e delle altre procedure concorsuali*, Torino, 2006. V. anche, G. LO CASCIO, *La nuova legge fallimentare: dal progetto di legge delega alla miniriforma per decreto legge*, in *Fall.*, 2005, 361; S. FORTUNATO, *L'incerta riforma della legge fallimentare*, in *Corr. giur.*, 2005, 597; per le proposte immediatamente precedenti, v. A. JORIO, S. FORTUNATO, *La riforma delle procedure concorsuali*, Milano, 2004. V. anche A. CARRATTA, *Profili processuali della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2007, 1. Si rinvia anche ai miei *Note sui profili processuali della delega per la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fall.*, 2005, 9, 995; *L'accertamento del passivo nelle procedure concorsuali*, in *Atti del XXVI Convegno Nazionale dell'Associazione italiana fra gli studiosi del processo civile*, Napoli, 26 – 27 ottobre 2007, Bologna, 2008, 25 ss.

2004, n. 166, d.l. 29 novembre 2004, n. 281, conv. in l. 28 gennaio 2005, n. 6, e d.l. 28 febbraio 2005, n. 22, convertito in l. 29 aprile 2005, n. 71; e quella dettata per Alitalia s.p.a.: d.l. 23 aprile 2008, n. 80, conv. in l. 23 giugno 2008, n. 111, e d.l. 28 agosto 2008, n. 134, conv. in l. 27 ottobre 2008, n. 166.

La individuazione delle fonti delle regole di comportamento e la loro valutazione costituiscono problemi sostanziali e di politica del diritto.

Ma, quale che sia la fonte delle regole di comportamento dei soggetti coinvolti nelle procedure concorsuali e quali che siano le opinioni sulla qualità di esse, dal punto di vista processuale, occorre disporre di strumenti idonei ad attuarle in caso di inadempimento.

L'esigenza, ad esempio, di restituire verginità al fallito mediante la estinzione di tutti i crediti pregressi può essere o no condivisa dal punto di vista politico; dal punto di vista giuridico, in generale, non si può non prenderne atto. Dal punto di vista processuale, sarebbe stato necessario disporre di strumenti idonei a contemperare l'interesse perseguito con i diritti dei creditori insoddisfatti. In riferimento al procedimento di esdebitazione di cui all'art. 143 l.f., tra la soluzione più semplice e, probabilmente, formalmente più corretta di ritenere il provvedimento inefficace nei confronti dei creditori che non avessero partecipato al procedimento ovvero impugnabile da questi ultimi per revocazione<sup>12</sup>, la Corte ha scelto quella più drastica che rende l'istituto di difficile applicazione: ha imposto la partecipazione di tutti i creditori<sup>13</sup>. La scarsa attenzione ai profili processuali rischia di cancellare un istituto considerato fondamentale nell'ambito della riforma delle procedure concorsuali.

---

<sup>12</sup> Si rinvio al mio *La esdebitazione*, in *Foro it.*, 2006, V, 208.

<sup>13</sup> Corte cost. 30 maggio 2008, n. 181, in *Foro it.*, 2008, I, 2070.

Le esigenze di una efficiente tutela del credito, considerate fattore cruciale di competitività del sistema economico ed incentivo per gli investimenti, avrebbero implicato la predisposizione di adeguati strumenti per l'accertamento del passivo. Pur prescindendo dalle numerose e complesse questioni interpretative ed applicative degli artt. 93 ss. della legge fallimentare, occorre constatare che la materia è attualmente regolata da tre diversi modelli procedimentali, a seconda che la procedura concorsuale si sia aperta prima del 16 luglio 2006, dopo tale data ma prima del 31 dicembre 2007 e dopo il 1° gennaio 2008; preso atto dei vizi e delle lacune della riforma, con il decreto correttivo 12 settembre 2007, n. 169, sarebbe stato ragionevole e comunque opportuno prevedere l'operatività delle correzioni anche ai procedimenti pendenti. Non si è intervenuti in questo senso.

In secondo luogo, analoghe considerazioni possono essere svolte in riferimento alla tutela collettiva e, in particolare, a quella risarcitoria, attualmente all'esame del Parlamento.

La l. 24 dicembre 2007, n. 244, ha aggiunto l'art. 140 bis al codice del consumo di cui al d.leg. 6 settembre 2005, n. 206, ed ha introdotto nell'ordinamento italiano la tutela collettiva risarcitoria; il comma 447 prevedeva una *vacatio legis* di centottanta giorni. L'art. 36 d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, sotto la rubrica «*class action*», ha stabilito: «Anche al fine di individuare e coordinare specifici strumenti di tutela risarcitoria collettiva, anche in forma specifica nei confronti delle pubbliche amministrazioni, all'articolo 2, comma 447, della legge 4 dicembre 2007, n. 244, le parole “decorso centottanta giorni” sono sostituiti dalle seguenti: “decorso un anno”». L'art. 19 d.l. 30 dicembre 2008, n. 207, conv. in l. 27 febbraio 2009, n. 14, ha ancora modificato il termine: «le parole “decorso un anno” sono sostituite dalle seguenti : “de-

corsi diciotto mesi”». L’entrata in vigore, prevista per luglio 2008, è stata differita a gennaio 2009 e, quindi, a luglio 2009. Durante la *vacatio legis*, sono state esaminate più proposte di riforma: la Commissione Giustizia della Camera ha esaminato i d.d.l. n. 410, 1845 e 1824 ed è pervenuta alla elaborazione di un testo unificato; il Governo ha presentato un emendamento al d.d.l. n. 1195, all’esame del Senato; un’altra proposta governativa è stata accolta dall’art. 4 l. 4 marzo 2009, n. 15. E’ probabile che l’art. 140 *bis* del codice del consumo sia abrogato o che la sua entrata in vigore sia differita *sine die*.

La tutela collettiva dovrebbe (avrebbe dovuto) soddisfare e conciliare diversi interessi: dovrebbe (avrebbe dovuto) in primo luogo, contribuire a ristabilire fiducia nel mercato, rassicurando i consumatori e gli utenti con la previsione di efficaci strumenti di protezione; dovrebbe (avrebbe dovuto) anche assicurare protezione ad altre situazioni soggettive, indubbiamente rilevanti, suscettibili di essere lese da comportamenti plurioffensivi: basti pensare alla tutela, in generale, del diritto alla salute, alla tutela dei diritti civili, alla tutela dei diritti della persona; in secondo luogo, la tutela collettiva dovrebbe (avrebbe dovuto) soddisfare l’interesse del convenuto alla predeterminazione dei danni, sottraendolo alla ripetuta aggressione delle iniziative individuali; dovrebbe (avrebbe dovuto) tener conto dell’esigenza di valutare preventivamente il rischio d’impresa; in terzo luogo, la tutela collettiva dovrebbe (avrebbe dovuto) contribuire alla deflazione del contenzioso, consentendo la concentrazione in un unico processo delle controversie individuali, assicurando la definizione, rapida ed efficace, di una pluralità di pretese in un’unica soluzione; in quarto luogo, la tutela collettiva dovrebbe (avrebbe dovuto) consentire l’emersione di una domanda di giustizia altrimenti inespressa ed offrire nuove occasioni professionali al ceto forense; in quinto luogo, la tutela

collettiva dovrebbe (avrebbe dovuto) reggere la concorrenza tra ordinamenti, orientando verso gli uffici giudiziari italiani il *forum shopping*; in sesto luogo, la tutela collettiva soddisfa gli interessi e la vanità di coloro che se ne occupano perché costituisce un nuovo giocattolo ed offre occasioni di visibilità e di turismo processuale. A ben vedere, la disciplina introdotta con la l. 24 dicembre 2007 n. 244, ed il dibattito sulla sua riforma hanno contribuito a soddisfare soltanto l'ultimo degli interessi indicati<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> V., senza pretese di completezza, G. ALPA, *L'azione collettiva risarcitoria. Alcune osservazioni di diritto sostanziale*, *Contratti*, 2008, 545; D. AMADEI, *L'azione di classe italiana per la tutela dei diritti individuali omogenei*, [www.judicium.it](http://www.judicium.it); M. BOVE, *Azione collettiva: una soluzione all'italiana lontana dalle esperienze straniere più mature*, *Guida al diritto – Sole-24 Ore*, 2008, 4, 11 ss.; A. BRIGUGLIO, *La nuova azione collettiva risarcitoria: ventuno domande e ventuno risposte*, Torino, 2008; R. CAPONI, *Litisconsorzio «aggregato» L'azione risarcitoria in forma collettiva dei consumatori*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2008, 819; ID., *Azioni collettive: interessi protetti e modelli processuali di tutela*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 1205; ID., *Oggetto del processo e del giudicato «ad assetto variabile»*, in *Foro it.*, 2008, V, 200; A. CARRATTA, *L'azione collettiva risarcitoria e restitutoria: presupposti ed effetti*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 723; S. CHIARLONI, *Il nuovo art. 140 bis codice del consumo: azione di classe o azione collettiva?*, in *Giur. it.*, 2008, 1842; C. CONSOLO, *E' legge una disposizione sull'azione collettiva risarcitoria: si è scelta la via svedese dell' "opt-in" anziché quella danese dell' "opt-out" e il filtro ("L'inutil precauzione")*, in *Corr. giur.*, 2008, 1 ss.; ID., *Profili processuali generali, rito applicabile e fase preliminare del c.d. "filtro" giurisdizionale sulla ammissibilità dell'azione collettiva*, in *Foro it.*, 2008, V, 205; D. DALFINO, *Oggetto del processo e del giudicato (e altri profili connessi)*, *ibidem*, 191; A. D. DE SANTIS, *L'azione risarcitoria collettiva*, in G. CHINÈ, G. MICCOLIS, *Class actions e tutela collettiva dei consumatori*, Roma, 2008, 125 ss.; ID., *La proposta dell'impresa soccombente e le forme della conciliazione*, in *Foro it.*, 2008, V, 209; R. DONZELLI, *La tutela giurisdizionale degli interessi collettivi*, Napoli, 2008, *passim*; G. FINOCCHIARO, *Class action: una chance per i consumatori*, *Guida al diritto – Sole-24 Ore*, 2008, 4, 21 ss.; A. GIUSSANI, *Situazioni soggettive superindividuali, azioni collettive e class actions: contributo alla teoria generale*, Torino, 2008, 107 ss.; ID., *L'azione collettiva risarcitoria nell'art. 140 bis cod. cons.*, in *Riv. dir. proc.*, 2008, 465; S. MENCHINI, *La nuova azione collettiva risarcitoria e restitutoria*, in [www.judicium.it](http://www.judicium.it); G. RUFFINI, *Legittimazione ad agire, adesione ed intervento nella nuova normativa sulle azioni collettive risarcitorie e restitutorie di cui all'art. 140 bis del codice del consumo*, in *Studi in onore di C. Punzi*, Torino, 2008, I, 455; L. TAVORMINA, *Le misure idonee ad eliminare gli effetti dannosi delle violazioni degli interessi dei consumatori: tra tutela ripristinatoria e tutela risarcitoria*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, 201. Cfr. anche i miei *La tu-*



In terzo luogo, merita di essere ricordato l'art. 4 d.l. 23 maggio 2008, n. 90, conv. in l. 14 luglio 2008, n. 123, emanato «per fronteggiare l'emergenza nel settore dello smaltimento dei rifiuti nella regione Campania»; esso stabilisce che «sono devolute alla giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo tutte le controversie, anche in ordine alla fase cautelare, comunque attinenti alla complessiva azione di gestione dei rifiuti, seppure posta in essere con comportamenti dell'amministrazione pubblica o dei soggetti alla stessa equiparati» e che «la giurisdizione di cui sopra si intende estesa anche alle controversie relative a diritti costituzionalmente tutelati»; ai sensi del secondo comma, contro il principio della *perpetuatio jurisdictionis* e, probabilmente, contro la garanzia del giudice naturale di cui all'art. 25 Cost., «le misure cautelari, adottate da una autorità giudiziaria diversa da quella di cui al comma 1, cessano di avere effetto ove non riconfermate entro trenta giorni dalla data di entrata in vigore del presente decreto dall'autorità giudiziaria competente ai sensi del presente articolo».

La disposizione appare in linea con la decisione della Cassazione, che, pronunciandosi nell'interesse della legge ai sensi dell'art. 363 c.p.c., ha affermato che, nelle materie attribuite alla giurisdizione esclusiva del giudice speciale, questo ha giurisdizione anche qualora siano coinvolti diritti fondamentali, quale, appunto, il diritto alla salute<sup>15</sup>. Non sembra, invece, che

---

*tela collettiva risarcitoria. Note a prima lettura dell'art. 140 bis del codice del consumo*, in *Foro it.*, 2008, V, 17; *ADR e tutela collettiva* in *Diritto privato oggi*, a cura di P. CENDON, Milano, 2007, 88; *Dibattito. Voglia di azioni collettive*, *Questione giustizia*, 2007, 751; *La tutela collettiva: un tentativo di proposta ragionevole*, in *Foro it.*, 2007, V, 140; *La tutela dei risparmiatori: i nuovi orizzonti della tutela collettiva*, in *Società*, 2005, 325 ss. *Note sulle tecniche di tutela collettiva (a proposito dei disegni di legge sulla tutela del risparmio e dei risparmiatori)*, in *Riv. dir. proc.*, 2004, 1009.

<sup>15</sup> Cass. 28 dicembre 2007, n. 27187, in *Foro it.*, 2008, I, 766, in *Giur. it.*, 2008, 2055, e in *Giust. civ.*, 2008, I, 1437.

possa utilmente invocarsi Corte cost. 27 aprile 2007, n. 140<sup>16</sup>, nella parte in cui ha ritenuto compatibile con i principî costituzionali la giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo sulle azioni risarcitorie proposte a tutela di diritti fondamentali quale il diritto alla salute; il giudice delle leggi, infatti, si è occupato della tutela risarcitoria chiesta per la violazione di diritti fondamentali, non anche della ammissibilità della giurisdizione esclusiva per la loro tutela.

Era considerato, infatti, principio pacifico quello per il quale «l'amministrazione deve essere convenuta davanti al giudice ordinario in tutte le ipotesi in cui l'azione costituisca reazione alla lesione di diritti incompressibili, come la salute (Cass. 7 febbraio 1997 n. 1187; 8 agosto 1995 n. 8681; 29 luglio 1995 n. 8300; 20 novembre 1992 n. 12386; 6 ottobre 1979 n. 5172) o l'integrità personale»<sup>17</sup>. La stessa Corte, infatti, ha ribadito il principio in relazione alla immunità di stati stranieri nelle controversie concernenti diritti fondamentali e la dignità umana<sup>18</sup>.

Non sembra possa fondatamente dubitarsi che la tutela offerta dal giudice amministrativo equivalga a quella del giudice ordinario: lo ha diffusamente dimostrato il Consiglio di Stato con la Adunanza plenaria n. 1 del 2000<sup>19</sup>. Ma resta una significativa differenza: le decisioni dei giudici speciali possono essere impugnate soltanto per motivi attinenti alla giurisdizione; nei confronti delle decisioni dei giudici speciali, non è esperibile il ricorso per cassazione per violazione di legge, ai sensi dell'art. 111, co. 7°, Cost.

---

<sup>16</sup> In *Foro it.*, 2008, I, 436.

<sup>17</sup> Così Cass., ss.uu., 13 giugno 2006, n. 13659, in *Resp. civ. e prev.*, 2006, 1259.

<sup>18</sup> Cass. 14201/2008, cit.

<sup>19</sup> Cons. Stato, ad. plen., 30 marzo 2000, n. 1, in *Foro it.*, 2000, III, 365; in *Giust. civ.*, 2000, I, 1292 e 2163, in *Corriere giur.*, 2000, 594.

L'isolato *revirement* del dicembre 2007 ed il successivo intervento del legislatore sono stati nel senso di ritenere prevalente l'esigenza di fronteggiare l'emergenza di smaltire i rifiuti in Campania rispetto al principio di legalità ed a quelli, fino ad allora condivisi, sul riparto di giurisdizione.

Le esigenze del mercato e della economia sono state contrapposte ai valori istituzionali ed alla giurisdizione nell'ambito delle procedure concorsuali e, in particolare, nella amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi.

I timori di abusi frenano l'introduzione della tutela collettiva risarcitoria.

4. Al fondo dei tentativi di fuga dalla giurisdizione e dalla giurisdizione ordinaria, dei quali si è fatto qualche esempio, anche in base a suggestioni provenienti da oltre oceano, dove i rimedi sono esplicitati senza infingimenti, soprattutto nell'attuale crisi economica, sembra si faccia strada il convincimento che, poiché il costo dei servizi legali è elevato e scarsamente produttivo, se ne possa fare a meno<sup>20</sup>. Brutalmente: la reazione è quella di buttare il bambino con l'acqua sporca ovvero di mutilarsi per fare un dispetto al partner.

La questione merita di essere affrontata svelando il vestito dell'imperatore.

Fuori dal mondo degli operatori del diritto, vi è la sensazione che i servizi legali assolvano prevalentemente la funzione di remunerare chi se ne occupa, senza fornire significativi vantaggi agli utenti.

---

<sup>20</sup> V. gli Atti del Seminario «*Il costo dei servizi legali per le imprese*», Roma, 10 ottobre 2007, in [www.consiglionazionaleforense.it](http://www.consiglionazionaleforense.it); nonché, anche per indicazioni, G. SCARSELLI, *Il decreto Bersani e le tariffe forensi*, in *Foro it.*, 2007, V, 24; ID., *Il nuovo patrocinio a spese dello stato nei processi civili ed amministrativi*, Padova, 2003; e, soprattutto, ID., *Le spese giudiziali civili*, Milano, 1998.

Probabilmente, questa sensazione corrisponde, in parte, alla realtà, ma le soluzioni si manifestano all'evidenza inadeguate e pericolose.

Si può riconoscere che i servizi legali girino a vuoto ed abbiano una funzione prevalentemente autoreferenziale soprattutto in due ambiti, ai quali potrebbe aggiungersene un terzo, presentato, invece, quale rimedio.

Il primo ambito riguarda il contenzioso di alto livello, nel quale, nel contesto di inchieste penali e contabili, è sovente emerso che il conferimento di incarichi professionali, la richiesta di consulenze, l'utilizzazione di arbitrati costituisce lo strumento per l'acquisizione di benefici privati; alcuni responsabili della gestione del danaro pubblico sono stati scoperti a distribuire incarichi all'esclusivo fine di percepire una percentuale della retribuzione del professionista, compartecipe del misfatto e disinteressato alla realizzazione del risultato.

La reazione, nel settore pubblico, è stata quella di tentare di proibire ogni esternalizzazione ovvero di fissare, per ciascuna di esse, un tetto di spesa. Le ultime leggi finanziarie contengono numerose disposizioni in questo senso. Ma gli artt. 8 d.l. 30 giugno 2008, n. 113, non convertito, 4 *bis*, co. 12°, d.l. 3 giugno 2008, n. 971, conv. in l. 2 agosto 2008, n. 129, 1 *ter* d.l. 23 ottobre 2008, n. 162, conv. in l. 22 dicembre 2008, n. 201, e 29 d. l. 30 dicembre 2008, n. 207, conv. in l. 27 febbraio 2009, n. 14, hanno via via rinviato i termini per l'applicazione del divieto di accesso all'arbitrato per le pubbliche amministrazioni, per le società a partecipazione pubblica e per gli enti pubblici economici, che, attualmente, è inoperante fino al 31 dicembre 2009. Non è diversa la situazione nel settore privato: nel contesto del complessivo riassetto del sistema bancario, è stato affrontato anche in questa prospettiva il problema del costo dei servizi legali.

Il secondo ambito riguarda i settori di nicchia, frutto della proliferazione dei microsistemi. Gli attacchi alla irragionevole proliferazione dei riti e alla frammentazione legislativa si scontrano con le esigenze dei professionisti (avvocati e magistrati) che se ne occupano. Un intero ceto di professionisti è stato spazzato via dalla riforma fallimentare: poiché il fallimento, in base alle prassi diffuse in molti uffici, più che alla tutela dei crediti era funzionale alla remunerazione di ceti professionali, la riforma ha eliminato le occasioni di lavoro per un intero ceto professionale.

Sembra semplicistico rilevare che i fenomeni indicati nel primo e nel secondo ambito costituiscono casi di malcostume giudiziario: i primi interessano frequentemente la magistratura penale e contabile, i secondi sono al centro dei dibattiti sulla efficienza della giustizia civile. Entrambi concorrono alla inefficienza del sistema e all'incremento dei costi.

Allorché si discute dei rapporti tra economia e giurisdizione, del costo dei servizi legali per le imprese e per le amministrazioni, non appare possibile ignorare questi fenomeni. Esistono; costituiscono probabilmente la principale ragione della lievitazione dei costi dei servizi legali. Non possono essere eliminati con strumenti meramente repressivi, né con la fuga dalla giurisdizione.

Né appare coerente con i propositi ripetutamente enunciati predisporre strumenti che li favoriscono. A tal proposito, merita di essere ricordato che, per reagire ai fenomeni di malcostume giudiziario nel settore previdenziale, l'art. 20, co. 7°, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, conv. in l. 6 agosto 2008, n. 133, ha stabilito che «a fronte di una pluralità di domande o di azioni esecutive che frazionano un credito ... la riunificazione è disposta d'ufficio» ai sensi dell'art. 151 disp. att. c.p.c.; ha sanzionato, in mancanza di riunione, con l'improcedibilità, le do-

mande successive alla prima e, con la nullità, i pignoramenti successivi<sup>21</sup>. Ma l'art. 46, co. 1°, del d.d.l. 1082B/S/XVI, modifica l'art. 7 c.p.c. ed attribuisce alla competenza del giudice di pace «le cause relative agli interessi o accessori da ritardato pagamento di prestazioni previdenziali o assistenziali». La disposizione certamente libera i giudici del lavoro di un contenzioso spesso artificiosamente gonfiato, ma appare ragionevole dubitare che sia idonea a reagire ai fenomeni di malcostume ripetutamente denunciati.

5. Ricordati i doverosi obiettivi della tutela giurisdizionale civile ma nella consapevolezza delle contraddizioni presenti nel sistema e del rischio di una regressione al sistema feudale, nel quale prevale la logica dell'appartenenza ad un gruppo e viene mortificata la dignità dell'individuo, è ora opportuno liberarsi di alcuni *idola fori*, ricorrenti nel dibattito sulle regole processuali dei conflitti economici.

Come si manifestano velleitari e incompatibili con il quadro costituzionale i tentativi di fuga dalla giurisdizione e dalla giurisdizione ordinaria, così appaiono poco utili i tentativi di fuga dal processo e, in particolare, dalla cognizione piena.

In generale, il criterio discretivo tra tutela ordinaria e tutela sommaria è individuato non nella qualità del giudizio, sovente migliore nella seconda per la immediatezza del contatto tra giudice e parti, quanto nella circostanza per la quale, nella prima, sono predeterminati dalla legge vuoi i modi e le forme di attuazione del contraddittorio, vuoi i modi e le forme di forma-

---

<sup>21</sup> V. D. DALFINO, *Processo del lavoro: note a prima lettura su alcuni recenti interventi di riforma*, in *Foro it.*, 2008, V, 305; ID., *Processo del lavoro, misure di razionalizzazione e prospettive di riforma. Le macro-aree di intervento*, *ibidem*, 25 e 65. V. anche i miei *Presentazione*, in A. AMOROSO, V. DI CERBO, A. MARESCA (a cura di), *Le controversie di lavoro privato e pubblico. Commentario*, IV, Milano, 2008, 1; *Intervento*, in *Effettività dei diritti sociali e giustizia del lavoro*, a cura di A. ALLAMPRESE e L. FASSINA, Roma, 2007, 101 ss.

zione del convincimento del giudice: nei processi a cognizione piena ed esauriente è la norma generale ed astratta che detta le cadenze delle attività processuali, nonché i criteri di giudizio; in quelli sommari, le prime ed i secondi sono affidati a formule generiche («convocate le parti», «assunte informazioni»), che lasciano ampi spazi all'esercizio dei poteri discrezionali del singolo giudice.

Senonché la sommarizzazione e la cameralizzazione dei procedimenti non si manifestano, in generale, come risposte adeguate perché, anche prescindendo dalla implicita rinuncia ad un processo «regolato dalla legge» ai sensi dell'art. 111 Cost., il problema della efficienza della giustizia si pone più che in riferimento alla disciplina, alla concreta prassi applicativa della stessa, e, quindi, appare ragionevole dubitare che la soluzione consista nell'affidarsi totalmente ai poteri discrezionali del giudice<sup>22</sup>.

Tradizionalmente si ritiene che i procedimenti sommari abbiano prevalentemente la funzione di ripartire diversamente l'onere di sopportare i tempi ed i costi del processo ordinario<sup>23</sup>: normalmente tale onere incombe a chi lamenta la lesione di un diritto; l'anticipazione della tutela fa sì che esso ricada sull'altra parte.

Nei casi in cui sia prevista l'applicazione del procedimento camerale a materie contenziose, invece, i procedimenti sommari sono affatto succedanei della tutela ordinaria: la tutela di diritti è affidata alla previsione di cui agli artt. 737 sgg. c.p.c., in base ai quali la domanda si propone «con ricorso al giudice

---

<sup>22</sup> Anche per ulteriori indicazioni, v. A. PROTO PISANI, *Verso la residualità del processo a cognizione piena*, in *Foro it.*, 2006, V, 53; ID., *Appunti sul valore della cognizione piena*, *id.*, 2002, 65.

<sup>23</sup> Anche per indicazioni, v., da ultimo, A. CARRATTA, voce *Processo sommario*, in *Enc. dir.*, *Annali*, II, 1, Milano, 2009, 877 ss.

competente»; questi provvede «con decreto motivato» e «può assumere informazioni».

Al cospetto della evanescente disciplina positiva, infatti, l'elaborazione delle regole del gioco è affidata alla giurisprudenza additiva della Corte di cassazione<sup>24</sup>.

Se appare assolutamente compatibile con i principi costituzionali la previsione di forme e modi diversi per l'attuazione del contraddittorio e per l'esercizio dei diritti di azione e di difesa, appare allo stesso tempo essenziale che tali modi e tali forme siano preventivamente conosciuti dalle parti, affinché l'uguaglianza e la parità, non solo formali ma anche sostanziali, siano effettive e non affidate alla buona volontà del giudicante. È ben singolare che, mentre per l'attività amministrativa, e quindi in un contesto nel quale non sono in gioco diritti soggettivi né vi è una controversia, il legislatore, con la L. 7 agosto 1990, n. 241, abbia ritenuto necessario imporre la preventiva indicazione delle regole del gioco, questa esigenza non abbia ancora trovato adeguate risposte nell'ambito del processo civile ed occorra affidarsi alla giurisprudenza additiva della Corte di cassazione.

---

<sup>24</sup> Cfr. soprattutto gli *Atti del XVII Convegno Nazionale della Associazione tra gli Studiosi del processo civile*, Palermo, 6-7 ottobre 1989, «*I procedimenti in camera di consiglio e la tutela dei diritti*», Milano, 1991, con le relazioni di E. Fazzalari, V. Dentì, E. Grasso e L. Lanfranchi. Adde, A. PROTO PISANI, *Possibile contributo del notariato alla crisi della giustizia civile*, relazione al XXXVII Congresso nazionale del notariato, Catania, 20-23 ottobre 1999, Roma, 1999; L. LANFRANCHI, *Costi sociali della crisi della giustizia civile e degiurisdizionalizzazione neoliberalista*, in *Legalità e giustizia*, e in *Giur. it.*, 1996, IV, 158; L. P. COMOGLIO, *Difesa e contraddittorio nei procedimenti in camera di consiglio*, in *Riv. dir. proc.*, 1997, 719; G. ARIETA, *Procedimenti in camera di consiglio*, in *Digesto civ.*, Torino, 1996, vol. XIV, 435; D. MALTESE, *I procedimenti in camera di consiglio: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1997, I, 565; M. PAGANO, *Contributo allo studio dei procedimenti in camera di consiglio*, Napoli, 1996; M.G. CIVININI, *I procedimenti in camera di consiglio*, TORINO, 1994. Con specifico riferimento alla tutela dei rapporti familiari e dei minori, cfr. A. PROTO PISANI, *Procedura camerale e tutela degli interessi dei minori*, in *Foro it.*, 1996, V, 65; M.G. CIVININI, *I procedimenti camerali in materia familiare e di protezione degli incapaci*, in *Famiglia e dir.*, 1996, 161.



L'aspirazione di ogni operatore giuridico è quella di affacciarsi in un'aula giudiziaria sapendo già quello che potrà accadere; «They wanted lawyers who went into any federal courts (...) to know what to expect and not to have to undergo a initiation period or to rely on the wisdom of local practitioners»<sup>25</sup>.

La predeterminazione dei modi e delle forme di attuazione del contraddittorio e di formazione del convincimento del giudice non è soltanto una questione di garanzie, ma contribuisce alla efficienza della giustizia, nella parte in cui favorisce la prevedibilità della decisione e realizza, quindi, un effetto deflattivo, mentre l'assoluta discrezionalità del giudicante, anche nella gestione del processo, ne rende gli esiti aleatorî ed incrementa il contenzioso<sup>26</sup>.

In generale, un sistema efficiente dovrebbe riuscire a definire le controversie prima della decisione, grazie soprattutto alla prevedibilità di questa. Ma la prevedibilità dell'esito dipende solo in parte dalla disciplina del processo; è prevalentemente il frutto della organizzazione. La normativa processuale dovrebbe contribuire ad orientare l'attenzione sul conflitto di interessi sostanziali, piuttosto che sui modi e sulle forme per risolverlo: il migliore processo è quello che fa meno parlare di sé.

A ben vedere, qualunque sistema di giustizia civile deve necessariamente prevedere un modello di processo a cognizione piena ed esauriente e a contraddittorio pieni, un modello di procedimento cautelare, processi esecutivi differenziati in relazione alla tipologia dei beni da trasformare in danaro e dei diritti di cui si vuole la realizzazione coattiva. Accanto a questi strumenti ed in alternativa almeno al primo, in considerazione del

---

<sup>25</sup> Così D. SHAPIRO, *Federal Rule 16: A Look at the Theory and Practice of Rulemaking*, cit., in *137 U. Pa. L. Rev.*, 1989, 1974.

<sup>26</sup> In questo senso, diffusamente, R. BONE, *Civil procedure: Economics of Civil Procedure*, New York, 2003, specialmente p. 125 ss.

principio di autonomia privata, può ritenersi anche necessaria la previsione dell'arbitrato. Non è necessaria, ma opportuna, e comunque generalmente presente, la previsione di strumenti di tutela sommaria non cautelare, nonché quella di strumenti conciliativi. A tutto ciò possono aggiungersi i procedimenti giurisdizionali nelle materie non contenziose.

Ogni processo di cognizione, quale che ne sia la disciplina, si snoda attraverso una serie di passaggi obbligati, che non possono essere ignorati o pretermessi. La normativa può fissare diversi tempi e scadenze, può concentrare o diluire le diverse attività; non può ignorarle.

In primo luogo, sono necessarie alcune verifiche formali. Compite queste attività, che solo eventualmente richiedono un autonomo e specifico *spatium deliberandi*, il passaggio successivo consiste nella definizione del *thema decidendum*, ossia nella individuazione dei fatti rilevanti ai fini del decidere, ovvero dei termini della controversia.

Tale attività presuppone la tradizionale opera di ricognizione della fattispecie. A seconda del rapporto dedotto in giudizio o della pretesa fatta valere, tale attività può essere più o meno complessa, perché implica una ricognizione degli elementi costitutivi del diritto dedotto in giudizio. Si tratta, comunque, di un'attività tradizionale e fisiologica per il giurista, tenuto a scomporre la fattispecie per individuarne i singoli elementi costitutivi: un primo momento valutativo è, quindi, possibile già in base alla mera prospettazione dell'attore; indipendentemente dalla strategia difensiva del convenuto, il giudice è tenuto a verificare la sufficienza o l'idoneità dei fatti costitutivi allegati dall'attore a fondare la pretesa dedotta in giudizio.

Le strategie di difesa del convenuto possono consistere: nella negazione dei fatti costitutivi allegati dall'attore, nella allegazione di fatti estintivi, modificativi ed impeditivi e nella

proposizione di domande riconvenzionali. La prima attività, consistente nelle mere difese, assume rilevanza soprattutto in riferimento alla pianificazione della istruzione probatoria.

Il terzo momento valutativo, relativo alla rilevanza dei fatti estintivi, modificativi ed impeditivi, è quello più complesso e delicato nella gestione delle attività processuali e nella direzione del processo: è possibile omettere l'accertamento dei fatti costitutivi, allorché sussistano fatti estintivi, modificativi ed impeditivi. Nello stabilire se la causa sia matura per la decisione prima dell'accertamento dei fatti costitutivi controversi e indipendentemente dai risultati della istruzione probatoria ad essi relativa, infatti, il giudice è tenuto ad una prognosi della presumibile ed apparente fondatezza delle eccezioni proposte, ossia della presumibile ed apparente sussistenza dei fatti estintivi, impeditivi e modificativi allegati dal convenuto e, quindi, della sufficienza di questi ultimi a fondare il rigetto della domanda, indipendentemente dall'accertamento dei fatti costitutivi.

L'esperienza indica che, sovente, anche tali possibilità non vengono colte. Non sono infrequenti i casi in cui, nonostante la manifesta infondatezza della domanda o la manifesta fondatezza delle eccezioni proposte dal convenuto, il processo prosegua per l'accertamento dei fatti costitutivi e addirittura si apra e si svolga l'istruzione probatoria su tali fatti e, al momento della decisione, tale attività si riveli affatto inutile. La possibilità di definire immediatamente le controversie nelle quali si pongano questioni preliminari di rito aventi carattere impediante, di rigettare subito le domande manifestamente infondate, di evitare l'accertamento dei fatti costitutivi in presenza di questioni preliminari di merito aventi carattere assorbente, costituisce un potere-dovere del giudicante in ciascun modello processuale.

L'attenzione tradizionalmente dedicata alla fase introduttiva dei processi di cognizione riflette l'esigenza di realizzare un effetto deflattivo definendo le controversie *in limine litis*: non essendo possibile incidere sui flussi in entrata, l'impegno riformatore si è sempre orientato su quelli in uscita, in base all'ovvio presupposto che è più semplice definire una causa correttamente impostata, piuttosto che cercarne il bandolo in un fascicolo farraginoso.

La difficoltà di incidere sui flussi in entrata, infatti, dipende dalla constatazione che gli strumenti alternativi di composizione delle controversie (Adr), quale che ne sia la forma, sono naturalmente destinati ad affiancarsi, non a sostituire la tutela giudiziale.

L'efficienza e l'utilità degli strumenti di Adr, infatti, non possono prescindere dalla efficienza delle forme di tutela giudiziale, perché la parte che ritiene di avere torto, se non ha nulla da temere dall'esercizio dell'azione, non avrà alcun incentivo alla definizione altrimenti della controversia.

In realtà, paradossalmente, l'efficienza della tutela giudiziale costituisce il maggior incentivo alla utilizzazione degli strumenti di Adr, i quali, peraltro, sono stati sovente illusoriamente pensati in funzione della efficienza della prima.

Se questa elementare constatazione pratica impedisce di considerare alternativi alla giurisdizione la conciliazione e l'arbitrato, tale conclusione, sul piano formale, è confermata dalle norme costituzionali, quali sono state interpretate ed applicate dalla giurisprudenza.

Nonostante l'espressione tradizionalmente usata, infatti, gli strumenti alternativi di composizione delle controversie in realtà non possono essere tali, non solo perché chi viola il diritto altrui, se è consapevole di restare impunito e non ha interesse alla prosecuzione del rapporto con l'altra parte, non sarà dispo-

sto né ad alcuna conciliazione, né a sottoporsi al giudizio degli arbitri, ma soprattutto perché non possono essere tali rispetto all'esercizio della giurisdizione.

In realtà l'efficienza degli strumenti alternativi di composizione delle controversie si apprezza non in riferimento alla obbligatorietà della previsione, ma in base alla capacità di essi di attrarre le parti per il prestigio dell'organo, per l'affidabilità della decisione o della proposta conciliativa, per la prevedibilità dei tempi e dei costi.

La negativa esperienza delle conciliazioni in materia di lavoro è indicativa: la previsione legislativa si traduce nella maggior parte dei casi in un differimento dei tempi per l'inizio della controversia.

La delega all'esterno di attività proprie della giurisdizione, indipendentemente dai limiti costituzionali, inoltre, si manifesta come un fenomeno negativo, perché gli studiosi delle organizzazioni complesse hanno da tempo posto in evidenza che l'esternalizzazione di funzioni non è di per sé risolutiva; impone, poi, una serie di controlli ovvero determina l'abbandono di settori di attività.

6. A ben vedere, le esigenze di assicurare effettività alla disciplina sostanziale nonché prevedibilità dei tempi e dei risultati dell'intervento del giudice, di disporre di un giudice professionalmente attrezzato e di strumenti processuali coerenti con le esigenze di certezza e celerità sono comuni a tutti i settori dell'ordinamento. La complessiva efficienza del sistema processuale e la professionalità del giudice costituiscono il fondamento e la *ratio* di ogni tentativo di riforma processuale, quale che sia il settore sostanziale considerato.

Senonché la libera circolazione dei capitali, nonché delle persone, fisiche e giuridiche, ha aperto nuove prospettive alla

concorrenza: nel marzo del 1999 la Corte del Lussemburgo ha sancito definitivamente la libertà di stabilimento delle società: «Gli artt. 52 e 58 del Trattato ostano a che uno Stato membro rifiuti la registrazione di una succursale di una società costituita in conformità alla legislazione di un altro Stato membro nel quale essa ha la sede senza svolgervi attività commerciali, quando la succursale ha lo scopo di consentire alla società di cui si tratta di svolgere l'intera sua attività nello Stato membro nel quale la stessa succursale verrà istituita, evitando di costituirci una società ed eludendo in tal modo l'applicazione di norme, relative alla costituzione delle società, più severe in materia di liberazione di un capitale sociale minimo»<sup>27</sup>. Fu prospettato il rischio di un «*darwinismo societario*».

Negli Stati Uniti<sup>28</sup>, molte *companies* hanno la sede nello stato del Delaware, in considerazione appunto della disciplina e, soprattutto, dei servizi giudiziari.

I termini della questione furono chiaramente indicati, nel 1996, nella relazione del Lord Cancelliere sulla giustizia civile nel Regno Unito: «(...) in areas of commercial litigation where

---

<sup>27</sup> Così Corte CE 9 marzo 1999, 212/97, Centros Ltd c/ Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, in *Foro it.*, 2000, IV, 317, in *Giur.it.*, 2000, 767, in *Riv. dir. comm.* 2000, II, 73.

<sup>28</sup> Oltre oceano si è pervenuti gradatamente a successive riforme delle Federal Rules «to encourage pretrial management that meets the needs of modern litigation»: così la Advisory Committee's Note agli amendments del 1983. Si rinvia al mio *Il processo civile tra riforme ordinamentali, organizzazione e prassi degli uffici. Una questione di metodo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 77 ss.; cfr., inoltre, A. DONDI, *Introduzione della causa e strategie di difesa, I: Il modello statunitense*, Padova, 1991; ID., *Cultura dell'abuso e riforma del processo civile negli Stati Uniti*, in *Riv. dir. proc.*, 1995, 787; M. DE CECCO, *Case-management, la riforma del processo civile in California*, in «*Il nuovo articolo 111 della Costituzione e il giusto processo civile*», a cura di M.G. CIVININI e C.M. VERARDI, Milano, 2000; F. CORSINI, *Le proposte di "privatizzazione" dell'attività istruttoria alla luce delle recenti vicende della "discovery" anglosassone*, in *Riv.trim.dir.proc.civ.*, 2002, 1273 ss.; nonché, anche per ulteriori indicazioni, M. TARUFFO, *Il processo civile di civil law e di common law: aspetti fondamentali*, in *Foro it.*, 2001, V, 355 ss. e in *Sui confini. Scritti sulla giustizia civile*, Bologna, 2002, p. 67 ss. V. anche il *Civil Litigation Management Manual 2001*, www.fjc.gov. V. anche, R. BONE, *op. cit.*

this country is in competition with other jurisdictions, a comparison of the respective costs involved will increasingly deter prospective litigants from using the English courts. 28. An international financial centre has to provide many services for its international operators, including an efficient legal system for resolving the legal disputes which will inevitably arise. The representatives of a leading international bank informed me that they were finding the costs of conducting litigation in the Commercial Court totally beyond reason. Because of this the bank was giving serious consideration to changing the venue for resolving legal disputes from London to New York. This is, therefore, a matter of considerable importance to the City of London and the economy of the country. The Patents judges, recognising the attraction of significantly lower costs in Germany and Holland, have recently proposed rule amendments to limit the scale and cost of discovery in intellectual property cases»<sup>29</sup>.

Mentre in Italia si celebra il centenario del futurismo, nel Regno Unito si festeggia il decennale di quella riforma.

7. In realtà, l'efficienza della giustizia dipende più dai profili strutturali che dalla disciplina processuale. Assume, quindi, fondamentale importanza lo studio degli effetti sul funzionamento del processo della informatizzazione, della organizzazione degli uffici giudiziari, nonché della predisposizione dei protocolli d'udienza.

Dal punto di vista scientifico, l'analisi non può che partire dai provvedimenti ordinatori e dalla ammissibilità della rilevanza e della efficacia degli accordi processuali.

I provvedimenti meramente ordinatori, infatti, sono insindacabili in sede di impugnazione e sono affidati alla mera

---

<sup>29</sup> Così LORD WOOLF, *Access to Justice*, CHAPTER 3, § 27 s.

discrezionalità del singolo giudice. Si tratta di verificare, allora, se la volontà delle parti, nel processo civile, rimesso comunque alla loro disponibilità, sia idonea a indirizzare l'attività ordinatoria del giudice, nell'ambito di un modello organizzativo scervro da logiche meramente burocratiche ed attento alla cultura del risultato.

L'ormai risalente attenzione al *court* e al *case management*, alle esperienze degli Osservatori della giustizia, all'ufficio per il processo, alla informatizzazione degli uffici giudiziari presuppone appunto la acquisita consapevolezza che la insindacabilità dei provvedimenti ordinatori non implica affatto assoluta discrezionalità del singolo giudice, ma richiede uno sforzo organizzativo in attuazione della cultura del risultato<sup>30</sup>.

In realtà, occorre prendere atto che l'efficienza della giustizia, e di quella civile in particolare, dipende prevalentemente dai profili strutturali, più che dalla disciplina processuale. Quest'ultima costituisce una variabile, importante, ma non decisiva.

Anche le esperienze di altri ordinamenti indicano che tra le regole processuali generali ed astratte e il funzionamento del processo esistono spazi che possono e devono essere colmati, che non serve tanto auspicare una palingenesi della normativa e, in particolare, di quella processuale, quanto piuttosto tentare di verificare quello che si può fare con le risorse disponibili, perché la

---

<sup>30</sup> Anche per indicazioni, si rinvia ai miei *Tra processo e organizzazione: per una giustizia civile tempestiva ed efficace*, in *Dem. Dir.*, 2005, 125; *Note sulla struttura della decisione nei processi a cognizione piena. Un modello per la consolle del giudice*, in *Tecnologia, Organizzazione e Giustizia*, a cura di Stefano Zan, Bologna, 2004, 191; *L'esperienza del processo nell'assetto attuale. Le prassi esistenti e quelle possibili*, in *Processo ed organizzazione*, a cura di G. Gilardi, Milano, 2004, 23 ss.; *Il processo civile tra riforme ordinamentali, organizzazione e prassi degli uffici. Una questione di metodo*, cit.



cattedrale della giustizia è un edificio comune, alla manutenzione del quale tutti possono e debbono contribuire in funzione della attuazione del principio di effettività della tutela giurisdizionale.

In questo contesto, le riforme del processo e della giustizia non sono un evento straordinario.

In una società complessa ed in rapida evoluzione, esse sono una reazione fisiologica ai mutamenti sociali ed economici. Una società complessa richiede, per la gestione dei conflitti, strumenti complessi. Questi ultimi, a loro volta, richiedono una continua opera di manutenzione.

Appare, invece, inevitabile che, in un contesto normativo lacerato e in costante rinnovamento, la prevalente attenzione sia dedicata alle questioni di coordinamento tra i diversi testi normativi, ai problemi processuali, piuttosto che al conflitto di interessi sostanziali; che si perda di vista l'obiettivo della tutela giurisdizionale civile per dedicarsi a *puzzles* più o meno complicati. Anche queste energie, tuttavia, vengono distolte dal dibattito sul futuribile, conseguente alla presentazione di proposte di riforma della disciplina processuale: come è inutile ricercare soluzioni operative che garantiscano qualche margine di efficienza se le regole generali possono essere cambiate, così è inutile tentare di ricostruire la sinopia di un mosaico lacerato se altre lacerazioni sono attese.

La vicenda del processo commerciale, da questo punto vista, è esemplare: si volevano introdurre nel sistema «strumenti processuali coerenti con le esigenze di certezza e celerità in modo da migliorare l'affidabilità dei rapporti commerciali senza ostacolarne la fluidità»; le norme di procedura di cui al d.lgs. 5/2003, invece, non sono state uno strumento specifico per soddisfare le esigenze degli operatori economici, ma il frutto di un tentativo di accelerare una riforma complessiva del processo civile, prescindendo dal dibattito scientifico e, soprattutto, da

quello parlamentare. E il fenomeno è risalente: lo strumento specifico per i conflitti di lavoro è stato via via esteso, senza alcuna preventiva valutazione della congruità del mezzo al fine, alle controversie locative, a quelle agrarie, fino alle azioni di responsabilità nell'ambito della amministrazione straordinaria delle grandi imprese in crisi e della liquidazione coatta amministrativa e alle controversie per il risarcimento dei danni alla persona provocati dalla circolazione dei veicoli. Il procedimento esecutivo esattoriale, fondato sulla professionalità del procedente, introdotto nel 1866 e successivamente riformato, venne esteso, nel 1910, con alcune modificazioni, alla riscossione delle pubbliche entrate. Il procedimento per la repressione della condotta antisindacale è stato copiato nel 1977 per la repressione delle discriminazioni sessuali. Il processo di opposizione alle sanzioni amministrative costituisce il modello per la tutela dei dati personali.

In realtà, l'inefficienza della giustizia non è curabile con i tentativi di creare isole felici. Il disordine normativo contribuisce, invece, alla inefficienza della giustizia, ma l'efficienza della giustizia non dipende soltanto dalla disciplina processuale, ma, soprattutto, dalla motivazione degli operatori.

L'inefficienza dipende soprattutto dalla mentalità burocratica, dall'idea che rendere giustizia significhi liberarsi di un fascicolo. Basti pensare, ad esempio, che, se il giudice non valuta preventivamente, come la disciplina positiva gli impone, l'ammissibilità e la rilevanza dei mezzi di prova ed ammette tutto, riservandosi di valutare in sede di decisione ciò che è utile e ciò che non lo è, allunga a dismisura i tempi del processo; ugualmente, se, come in taluni uffici sta avvenendo, nel timore della durata irragionevole del processo, non ammette alcun mezzo di prova, e si libera del fascicolo, impone al giudice di appello di fare ciò che avrebbe dovuto fare in primo grado ed

allunga a dismisura i tempi del processo. Fa ormai parte del comune sentire che una eccellente disciplina del processo non garantisce affatto l'efficienza della giustizia, né che disposizioni raffazzonate impediscono un soddisfacente equilibrio tra efficienza e garanzie.

Un ruolo determinante è dato dalle prassi operative e dalla capacità organizzativa che il sistema giustizia nel suo complesso è in grado di darsi. E' un'illusione, pericolosa e deresponsabilizzante, che i problemi della inefficienza della giustizia civile possano essere superati soltanto con interventi normativi.

In questa direzione è orientata l'attività di enti in Italia e all'estero: il Centro per l'Organizzazione, il Management e la Informatizzazione degli Uffici Giudiziari (COMIUG)<sup>31</sup>, la Commissione Europea per l'Efficienza della Giustizia (CEPEJ)<sup>32</sup>, l'*Institute for Civil Justice* (ICJ)<sup>33</sup>.

Grazie a tale ormai diffusa consapevolezza, in più sedi gli *Osservatori* sulla giustizia hanno promosso «protocolli d'udienza»; è in corso un diffuso confronto sulle prassi di gestione del processo civile; il processo civile telematico è in avanzata fase di sperimentazione in diversi tribunali<sup>34</sup>. Era stato aperto un vivace dibattito sull'«ufficio per il processo», sulle funzioni del personale amministrativo e su quelle dei magistrati onorari.

8. Queste considerazioni, apparentemente ovvie, sembravano condivise in sede politica.

---

<sup>31</sup> [www.comiug.it](http://www.comiug.it)

<sup>32</sup> [www.coe.int/t/dg1/legalcooperation/cepej/default\\_EN.asp](http://www.coe.int/t/dg1/legalcooperation/cepej/default_EN.asp).

<sup>33</sup> [In rand.org/icj](http://rand.org/icj)

<sup>34</sup> S. BRESCIA P. LICCARDO, voce *Processo telematico*, in *Enc. giur.* Treccani, Aggiornamento, XIV 2006; e v. anche in [www.processotelematico.giustizia.it](http://www.processotelematico.giustizia.it).

Nell'illustrare le *Linee programmatiche* del ministero all'inizio della XV Legislatura, il 27 giugno 2006, infatti, il ministro della Giustizia aveva dichiarato: «Nella materia del diritto processuale civile va dedicata particolare attenzione a tutte le misure idonee ad incidere sulla durata dei procedimenti. Misure che non devono risolversi soltanto in interventi normativi di riforma, giacché il tumultuoso incedere degli interventi del legislatore può essere, a sua volta, causa di crisi del sistema».

Sulla stessa linea si è aperta la XVI Legislatura: il 4 giugno 2008, il ministro della giustizia, tra l'altro, affermava che «le linee guida della riforma del processo civile che si intendono perseguire sono quelle di rendere effettiva la garanzia dei cittadini ad un processo giusto, che si svolga in termini ragionevoli e, a tal fine, si preferisce - piuttosto che procedere a un'ulteriore riforma organica del codice di procedura civile - intervenire su specifici punti del rito civile e prevedere misure organizzative al fine di ridurre i tempi processuali».

Nonostante queste enunciazioni di principio, vuoi nel corso della XV, vuoi nel corso della corrente XVI Legislatura repubblicana, si è posto mano alla disciplina processuale<sup>35</sup>.

Il 21 dicembre 2006, infatti, a Strasburgo, il Comitato dei Ministri del Consiglio d'Europa aveva esaminato ancora una

---

<sup>35</sup> Si rinvia a *Rassegna di legislazione (1° giugno – 30 settembre 2005)*, in *Riv. dir. proc.*, 2005, 1277; *(1° ottobre – 31 dicembre 2005)*, in *Riv. dir. proc.*, 2006, 181; *(1° gennaio – 31 marzo 2006)*, *id.*, 2006, 617; *(1° aprile – 30 giugno 2006)*, *id.*, 2006, 935; *(1° luglio – 30 settembre 2006)*, *id.*, 2006, 1273; *(1° ottobre – 31 dicembre 2006)*, *id.*, 2007, 261; *(1° gennaio – 28 febbraio 2007)*, *id.*, 2007, 797; *(1° marzo – 30 giugno 2007)*, *id.*, 2007, 1089; *(1° luglio – 31 agosto 2007)*, *id.*, 2007, 1367; *(1° settembre – 30 ottobre 2007)*, *id.*, 2007, 1677; *(1° novembre – 31 dicembre 2007)*, *id.*, 2008, 289; *(1° gennaio – 30 aprile 2008)*, *id.*, 2008, 869; *(1° aprile – 30 giugno 2008)*, *id.*, 2008, 1169; *(1° luglio – 31 ottobre 2008)*, *id.*, 2008, 1785. *Le riforme della giustizia civile nella XIV Legislatura*, in *Riv.dir. proc.*, 2005, 15 ss.; *Considerazioni impolitiche sulla giustizia civile*, in *Questione giustizia*, 2005, 6, 1167 ss.; *Giustizia e principio di legalità Contributo al dibattito sulla giustizia civile nella XIV Legislatura*, in *Questione-giustizia*, 2002, 4, 749; *Scritti sulla riforma della giustizia civile (1982 - 1995)*, Giappichelli, Torino, 1996.

volta la situazione della giustizia in Italia; ha richiamato la Risoluzione del 2005; aveva preso atto dell'impegno in tal senso del Governo italiano: in particolare della intenzione di adottare «un certo numero di riforme legislative sulle procedure giudiziarie», nonché degli sviluppi del progetto sul processo civile telematico; aveva rinviato ogni valutazione alla riunione del 13 - 14 febbraio 2007.

A conclusione dell'incontro del 13 - 14 febbraio 2007, i ministri dell'Unione avevano stimolato le autorità italiane a risolvere il problema della giustizia civile e le avevano invitate ad affrontarlo sul piano effettuale; avevano deciso di rinviare ogni decisione al 1° novembre 2008.

L'ampio termine ottenuto avrebbe consentito di orientare l'attenzione sulle «misure che non devono risolversi soltanto in interventi normativi di riforma», come annunciato nelle Linee programmatiche del Ministero della Giustizia.

Il comunicato stampa del dicembre 2006, tuttavia, ridestava l'illusione che la questione della inefficienza del processo civile potesse essere risolta con riforme delle «procedure giudiziarie», in luogo di una doverosa opera di coordinamento e razionalizzazione.

Puntualmente, infatti, il 23 ed il 24 gennaio 2007 il Ministro della giustizia annunciava la riforma. Conclusasi anticipatamente la XV Legislatura repubblicana, il 18 giugno 2008, il Consiglio dei ministri approvava un decreto legge ed un disegno di legge, recanti, l'uno e l'altro, disposizioni «per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria». Per quanto riguarda la giustizia e, in particolare, la giustizia civile, nel decreto e nella proposta di legge era raccolta parte di molti progetti elaborati e discussi nel corso della Legislatura precedente.

Il 4 dicembre 2008, in riferimento ai 2183 casi pendenti innanzi alla Corte di Strasburgo contro l'Italia per la eccessiva durata dei procedimenti giudiziari, le istituzioni europee «considering that the results of the reforms will only be measurable in the medium term, invited the Italian authorities to draw up a timetable for the results anticipated. In the medium term, to assess them as the reforms proceed, and to adopt a method for analysing these results in order to make any necessary adjustments, If necessary»<sup>36</sup>.

Il 4 marzo 2009, le riforme della giustizia civile sono state approvate dal Senato e rimandate alla Camera in seconda lettura.

«Si tratta di una vittoria straordinaria che assicura una forte accelerazione dei giudizi, snellendone le varie fasi e garantendo una decisione più rapida delle controversie. In quest'ottica, la riforma assicura una migliore efficienza dell'attività giurisdizionale e introduce strumenti alternativi per la risoluzione delle liti rispetto al ricorso al giudice»<sup>37</sup>.

L'esperienza applicativa consentirà di verificare se l'entusiasmo del ministro meriti di essere condiviso.

9. La definizione delle regole processuali idonee a comporre i conflitti economici non è questione che possa essere affrontata e risolta al di fuori del contesto generale della giustizia e della giustizia civile.

L'idea di creare isole felici isolate dal contesto complessivo si è rivelata una illusione.

E' anche una illusione quella per la quale la crisi della giustizia possa essere risolta grazie ad interventi normativi e palingenetici.

---

<sup>36</sup> In [www.echr.coe.int/echr/](http://www.echr.coe.int/echr/).

<sup>37</sup> Così il Comunicato stampa del Ministero della giustizia del 4 marzo 2009.

L'efficienza della giustizia è un problema tecnico, per affrontare il quale occorre capacità professionale e non dipende soltanto dalla disciplina processuale.

Un ruolo determinante gioca la motivazione degli operatori, come risulta dalla profonda differenza dei dati statistici provenienti dai diversi uffici giudiziari.

In questa prospettiva, piuttosto che pensare ad ulteriori interventi normativi, che, come gli stessi ministri della giustizia hanno rilevato all'inizio della corrente e della precedente legislatura, potrebbero aggravare la situazione, le imprese interessate al funzionamento della giustizia e di quella civile in particolare potrebbero farsi promotori delle *best practices*, stipulando anche convenzioni con gli uffici giudiziari disposti ad applicarle ed ad utilizzarle.

Basti pensare che la durata media dei processi di cognizione nel tribunale di Torino è compatibile con la durata ragionevole del processo<sup>38</sup>.

I processi di esecuzione, a Bologna, da quasi venti anni, manifestano risultati ampiamente positivi; a Monza, hanno una durata media di diciassette mesi; a Roma, negli ultimi due anni, si è passati da oltre trecento giorni, a meno di duecento<sup>39</sup>. A tal

---

<sup>38</sup> M. BARBUTO, *L'«emergenza Pinto» e l'esperienza del tribunale di Torino*, in *Rass. forense*, 2008, 41. I tentativi di esportazione del modello non sempre, tuttavia, hanno avuto successo e sono stati accolti positivamente: v. A. M. GRECO, *Il lavoro non è uguale per tutti*, in *Panorama* 28 febbraio 2009.

<sup>39</sup> Anche per indicazioni, da ultimo, v. G. MICCOLIS, C. PERAGO (a cura di), *L'esecuzione forzata riformata*, Torino, 2009. E v. anche i miei *Inefficienze, ritardi dai costi elevati*, in *Sole-24 ore*, 15 maggio 2006; voce *Crediti speciali. II) Profili processuali* (Aggiornamento), in *Enc.giur.it.*, X, Roma, 2002; *La tutela del credito nel processo esecutivo*, in *Atti del Convegno «La tutela del credito negli ordinamenti giuridici moderni»*, Milano, 1993; *Degiurisdizionalizzazione della espropriazione immobiliare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, 1057 ss.; *Reflections on the means available to realise creditor rights in enforcement proceedings*, in *Italian yearbook of Civil Procedure*, Milano, 1991, p. 491 ss.; *Note sulle tecniche di attuazione dei diritti di credito nei processi di espropriazione forzata*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1988, p. 123 ss.; *Le espropriazioni forzate speciali. Lineamenti generali*, Milano, 1984.

fine, l'A.B.I. (Associazione Bancaria Italiana) ha stipulato una convenzione con il ministero della giustizia<sup>40</sup> e l'esperimento sta andando avanti in quattordici tribunali, manifestando risultati positivi.

Nel Veneto, grazie alle sinergie realizzate tra ordini degli avvocati (uniti nella Unione Triveneta), uffici giudiziari, associazioni degli industriali e istituzioni pubbliche, in alcuni tribunali, la giustizia civile presenta accettabili margini di efficienza.

A Milano, l'esperimento del procedimento di ingiunzione telematico ha avuto un grande successo ed ha ottenuto riconoscimenti a livello europeo<sup>41</sup>.

Il concordato preventivo della Parmalat è stato omologato in tempi relativamente rapidi; la percentuale di opposizioni si è rivelata irrisoria, mentre, oltre oceano, il caso Enron, di rilevanza economica di gran lunga inferiore, è ancora pendente.

La procura di Bolzano costituisce un esempio europeo.

Come, sul piano industriale, i successi della Ferrari si contrappongono a situazioni di crisi, anche nel campo della giustizia civile, utilizzando la medesima disciplina, si possono conseguire margini di efficienza.

In funzione della effettività della tutela giurisdizionale, i soggetti economici possono farsi promotrici delle prassi virtuose, utilizzando al meglio le professionalità esistenti, seppure non pubblicizzate. Gli utenti del servizio giustizia possono contribuire al suo funzionamento, stimolando l'iniziativa o denunciando l'inerzia di coloro che vi sono specificamente addetti.

---

<sup>40</sup> In [www.giustizia.it](http://www.giustizia.it).

<sup>41</sup> V. A. TORRICE, *Il decreto ingiuntivo telematico: innovazione tecnologica, normativa, sociale organizzativa. L'esperienza del tribunale di Milano*, in [www.giustizia.it](http://www.giustizia.it). E v. anche, per ulteriori indicazioni, A. D. DE SANTIS, *Questioni in tema di procura alle liti e processo civile telematico*, in nota a Trib. Milano, 1° febbraio 2008, in *Foro it.*, 2008, I, 962



Senonché, in funzione della motivazione degli operatori è fondamentale la chiarezza e la condivisione degli obiettivi. Questi costituiscono la base portante dello Stato di diritto nella civiltà occidentale, figlia della rivoluzione del 1789, al pari della libertà del mercato e della concorrenza.

Ma al di là del formale riconoscimento di questi principi e di questi valori vi è la sensazione di una deriva verso un sistema feudale, nel quale prevale la logica della appartenenza ed ogni dibattito sul rapporto dialettico tra diritto di azione e di difesa e sul processo «giusto» rischia di apparire come una sterile esercitazione accademica.

Ma «anelare ed attendere non basta e ci comporteremo in altra maniera: ci metteremo al nostro lavoro ed adempiremo al “compito quotidiano” nella nostra qualità di uomini e nella nostra attività professionale»<sup>42</sup>, tentando di far fruttare i talenti che ci sono affidati, perché il «servo inutile sarà gettato nelle tenebre dove è pianto e stridor di denti»<sup>43</sup>.

*Giorgio Costantino*

Ordinario di Diritto processuale civile  
nell'Università di Roma Tre

---

<sup>42</sup> Così M. WEBER, *Il lavoro intellettuale come professione*, tr. it. Torino, 1967, p. 43.

<sup>43</sup> Mt, 25, 30.

## BANCHE E NUOVO DIRITTO SOCIETARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE \*

SOMMARIO: 1. Il quadro dell'innovazione normativa. - 2. L'impatto della riforma societaria sulle società bancarie. - 3. La problematica definizione del ruolo del consiglio di sorveglianza. - 4. Sistemi di amministrazione e autonomia statutaria delle banche: il completamento del percorso normativo. - 5. Su alcuni problemi aperti.

1. La ricerca che oggi è presentata s'apprezza – anche prima di scorrerne i densi risultati – per il metodo con cui è impostata: il monitoraggio delle evoluzioni determinate o collegate a mutamenti normativi, che risulta utile soprattutto in prolungate fasi di cambiamento, originate da fonti di matrice e di portata profondamente disomogenee.

Accanto alla riforma societaria, la *governance* bancaria deve infatti, contestualmente, misurarsi con l'implementazione del 'secondo pilastro' di Basilea 2 e del complesso normativo originato dai diversi livelli di regolazione della Mifid.

Si tratta di fenomeni diversi, all'evidenza, per l'ambito disciplinare d'incidenza, ma tutti convergenti verso un significativo punto di congiunzione: la regolazione dei requisiti organizzativi degli intermediari con specifica attenzione a competenze e responsabilità dei diversi organi societari<sup>1</sup>, che finisce

---

\* Relazione al convegno *L'impatto della riforma del diritto societario sulle banche*, Firenze, 11 giugno 2008, promosso dalla Fondazione Cesifin Alberto Predieri e dall'Associazione Disiano Preite per la presentazione di una ricerca curata dal Dipartimento di Diritto dell'Economia dell'Università di Firenze in collaborazione con l'ABI.

<sup>1</sup> Sul coinvolgimento degli organi di governo societario nel processo di valutazione dei rischi v. CAROSIO G., *L'applicazione di Basilea 2 alla prova dei fatti*, Roma, 22 aprile 2008, al sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it); per il rilievo dei requisiti organizzativi nel 'si-

per disegnare una rete trasversale di punti di riferimento e di conformazione nell'organizzazione della *governance* societaria.

Fenomeni diversi ancora - e forse soprattutto - per la divaricazione di tecnica normativa. Al metodo Lamfalussy, al contempo 'contrattato' ed estremamente vischioso e penetrante, che si svolge fra autonomia e omogeneizzazione, con step di riscontro e possibilità di costante modifica della disciplina di secondo livello<sup>2</sup>, si contrappone la tecnica della riforma societaria che, pur essendo stata varata nei primi anni del 2000, è ancora una riforma del secolo scorso, un intervento di 'grande modernizzazione' del diritto societario teso a rimuovere rigidità, ad offrire opzioni plurali, capaci di conformarsi alle diverse dimensioni aziendali, ai diversi tipi di composizione proprietaria, a dare risposta all'eterno problema dell'eccessiva dipendenza dall'intermediazione bancaria del sistema impresa e quant'altro.

Il tutto - esaltando le prospettive della valorizzazione dell'autonomia statutaria e del *favor* proconcorrenziale - da un canto evidenziando il limite, pesante e trasversale, dato da "la mancanza di standardizzazione delle regole"<sup>3</sup>, d'altro canto avallando le commistioni di gestione nei gruppi, la rete tessuta

---

stema Mifid' v. il mio *Regole di condotta e conflitti d'interesse*, in Banca, borsa titoli di credito, 2009, I, pp. 9 ss.

<sup>2</sup> Ciò a seguito della recente abolizione - con un turno di direttive del marzo 2008 - della *sunset clause* che, per espressa condizione posta dal Parlamento europeo (e vedine i motivi 'istituzionali' nel progetto di parere 2002/0298 del 30 gennaio 2003), limitava temporalmente i poteri della Commissione nelle direttive approvate - nei settori finanziario, bancario e assicurativo - con applicazione del metodo Lamfalussy.

<sup>3</sup> Sottolinea con forza il profilo, in sede di primo commento alla riforma, CAPRIGLIONE F., *Applicabilità del nuovo diritto societario agli intermediari bancari e finanziari. Problemi e prospettive*, in *Nuovo diritto societario ed intermediazione bancaria e finanziaria*, a cura di Capriglione F., Cedam, 2003, 18, il quale così argomenta la negatività della rilevata mancanza: "Quest'ultima elimina la possibilità di far riferimento, come per il passato, a modelli disciplinari classici, dando spazio a valutazioni nelle quali il 'valore' dell'impresa (costituita in forma societaria) finisce con l'essere correlato alla portata delle sue clausole statutarie; ciò, con ovvi riflessi in ordine alla certezza dei rapporti (che vengono ora determinati sulla base di giudizi rimessi ai singoli e assunti con riguardo alle conoscenze particolari di questi)".

fra partecipazioni e patti di sindacato, il deprezzamento – concettuale e disciplinare - del rilievo del conflitto d'interessi<sup>4</sup>, in ciò ritrovando una profonda sintonia con la Mifid<sup>5</sup>.

2. Nel momento in cui – secondo diffusa valutazione - si stima il ridotto impatto della riforma societaria sulle banche, allora bisogna tener presente il modificato ambiente di norme *a fruizione non opzionale* secondo cui la società bancaria opera: non a caso citavo profili che a me paiono profondamente organici con taluni assetti istituzionali e operativi delle banche e che involgono ambiente più ampio dell'area degli adeguamenti statutari “obbligatori” che venivano individuati all'indomani della riforma<sup>6</sup>, dai quali comunque è partito il mutamento.

Per il resto – per i profili su cui oggi riflettiamo, più strettamente legati all'opzione per i sistemi di gestione ‘alternativi’ – l'impatto della riforma è ridotto.

È ridotto nella generalità delle imprese, che restano fortemente intermedie e legate a sistemi tradizionali di amministrazione. Del resto, non va trascurato il rilievo che il duale è diffuso in Germania, dov'è presente da fine '800, mentre in Francia, dov'è frutto della riforma del '66 (l. 66-537 du 24 juillet), registra tuttora scarsa penetrazione<sup>7</sup>.

---

<sup>4</sup> Il divieto paralizzante – di voto – è sostituito oggi “da doveri generici d'informazione e da divieti specifici, per settori di operazioni, per ciò stesso eludibili”. VISENTINI G., *La competitività del mercato finanziario italiano*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 706.

<sup>5</sup> ANTONUCCI A., *Regole di condotta*, cit.

<sup>6</sup> MORERA U., *Gli adeguamenti dell'atto costitutivo e dello statuto alle nuove disposizioni in materia di s.p.a.* (art. 223-bis, disp. att. c.c.), in *Banca borsa titoli di credito*, 2003, I, pp. 704 ss.

<sup>7</sup> Resta, quindi, un percorso ancora poco esplorato quello che tocca le banche in qualità di finanziatrici delle imprese, individuato dall'ABI nel corso dei lavori preparatori della riforma (audizione del 27 novembre 2002, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 1599 ss.), che prefigurava un allargamento dei parametri di valutazione del merito di credito delle

È ridotto nelle società bancarie, che proseguono nel ricorso massivo alle emissioni obbligazionarie<sup>8</sup> e nel mantenimento della precedente struttura organica, con consigli di amministrazione ampi e ricorso ‘chirurgico’ alle deleghe.

In realtà, non saprei stimare con certezza se il dato offerto dalla ricerca sia destinato a stabilizzarsi oppure no.

È noto che i radi esempi di ‘modelli alternativi’ di gestione realizzati<sup>9</sup> (e in parte già tramontati!) si sono inseriti in operazioni di concentrazione significative che hanno richiesto una delicata costruzione di equilibri fra tutti i soggetti coinvolti – direttamente o indirettamente – nei nuovi assetti, da cui discende un nuovo disegno della rete di governo del capitalismo finanziario nazionale. E non credo che il fenomeno possa leggersi solo come mera moltiplicazione di poltrone – secondo una critica che ha trovato molta eco populista – ma piuttosto come un momento di compensazione del peso di una pluralità di poli, di aggregati di riferimento.

Si tratta di processo di modifica sul quale l’autorità di vigilanza ha ritenuto di intervenire con mano talora pesante in interventi singolari, quali la sollecitazione relativa ad astenersi dall’uso di potere (afferente a presidente di consiglio di sorveglianza) derivante, prima ancora che dallo statuto (sia pur con tutte le peculiarità della sua formulazione), da una norma di legge (art. 2409 *terdecies*, 4° co., c.c.). Tale iniziativa di vigilanza, metodologicamente ‘estrema’, non si comprende fino in fondo; non si comprende quanto dovuta a coeve vicende giudi-

---

imprese da affidare teso ad includere le opzioni compiute - nell’ambito della riforma - sia per le linee di governance, sia per il ricorso alle differenziate possibilità di organizzazione patrimoniale ora previste.

<sup>8</sup> Il dato mi pare esprima implicazioni più di disciplina di mercato che societaria, si collega a profili di organizzazione delle reti di distribuzione, di regole di collocamento, di trattamento fiscale.

<sup>9</sup> Per le società bancarie si tratta, com’è noto, di Mediobanca, Intesa San Paolo, UBI Banca e Banco Popolare.

ziarie, o collegata alla situazione in Generali<sup>10</sup> oppure, ancora, frutto di una messa a punto – strada facendo – della lettura del ruolo del consiglio di sorveglianza, che in effetti costituisce il nodo problematico del nuovo sistema. E in generale, non solo limitatamente alle banche.

3. Il punto è stato oggetto di molteplici approfondimenti<sup>11</sup>, che non posso certo qui malamente sunteggiare<sup>12</sup>, limitandomi piuttosto ad affrontarlo nei limiti di questa ‘prognosi di modificabilità’ degli attuali assetti di *governance* delle banche che sto cercando di proporvi.

Brevemente: l’ideazione del duale all’italiana è fin dal suo avvio un po’ confusa. Molto si è scritto sulla storia della norma *clou* (art. 2409 *terdecies*, 1° co., c.c.) che parte dise-

---

<sup>10</sup> Il dubbio sull’ipotizzabilità del collegamento origina da una situazione anomala, posta all’indice dal sen. Cossiga che, all’indomani dell’assemblea Generali, ha presentato un d.d.l. (AS 2 maggio 2008, n. 310), portante ‘Disposizioni relative ad azioni, obbligazioni e quote detenute dalla Banca d’Italia’, che ne prevede la cessione obbligatoria e il congelamento del voto finchè la cessione non si realizza. Ne è seguita la risposta in un lungo passo di apertura delle Considerazioni Finali, che apre più problemi di quanti non ne risolva, specie nel passo ove s’afferma che la Banca vota secondo “criteri ispirati alle migliori prassi internazionali e volti a potenziare il ruolo delle minoranze” (p.3). Il passo preannuncia comunque l’avvio di un programma di ristrutturazione delle partecipazioni, con riduzione del peso delle azioni italiane.

Certo è che, se ci si trova un gestore rampante in casa, si può seriamente pensare a depotenziare l’assemblea col ricorso al duale ... sempreché il soggetto ‘rampante’ non debba apprezzarsi come ‘minoranza qualificata’, per la quale le recenti istruzioni di vigilanza – di cui fra poco dirò - richiedono che le modalità di nomina assicurino un’adeguata rappresentanza negli organi (punto 3, principi generali, in fine).

<sup>11</sup> Con particolare attenzione alle società bancarie, il tema è oggetto di un percorso di riflessione svolto dalla rivista, ispirata dall’Associazione Disiano Preite, *Analisi Giuridica dell’Economia*, e non solo nel numero monografico 2/2007 dedicato a *Banche e sistema dualistico. Forme, funzioni, finzioni*, curato da Cera M. e Presti G..

<sup>12</sup> In altra e più dettagliata prospettiva abbiamo concordato che il tema sia poi affrontato dalla prof. Brescia Morra, che tra breve ascolteremo e che ha dei ‘precedenti specifici’ sul tema, in particolare maturati in *Società per azioni bancaria: proprietà e gestione*, Milano, 2000.

gnando una sorta di super-collegio sindacale, poi arricchendosi della lett. *f-bis*, anch'essa tormentata nella definizione dell'oggetto della competenza d'indirizzo del consiglio di sorveglianza (i 'piani strategici' del d. lg. 37/2004 divengono 'operazioni strategiche e piani' col d. lg. 310/2004, articolando quindi più specifici poteri) che resta però comunque condizionata all'attribuzione discendente da apposita previsione statutaria.

Ciò crea una rilevante diversità rispetto a quanto si riscontra negli altri sistemi giuridici che presentano la possibilità di far ricorso al duale.

Per la comparazione mi limito a riferire un paio di considerazioni del prof. Portale<sup>13</sup> : “non esiste nei paesi dell'Unione un'omogeneità del modello”<sup>14</sup> ; esistono peraltro dati comuni e ricorrenti nei diversi ordinamenti, che convergono verso la configurazione dell'organo come “‘beratend-begleitender Stratege’ (= stratega consigliere accompagnatore) dell'organo amministrativo”.

Tale ruolo si collega alla prospettiva, ricorrente nel duale, di integrazione del *management* nel consiglio di gestione, che diventa anch'esso un po' anomalo quando replica ricorrenti modelli di pletorici consigli d'amministrazione, facendo ampio ricorso al sistema delle deleghe<sup>15</sup>. Anomalia che si amplifica spe-

---

<sup>13</sup> La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive), contributo che inaugurava la nuova Rivista di diritto societario (1/2007), diretta fra gli altri dal prof. Abriani, che ha animato la ricerca i cui risultati oggi vengono presentati. Le citazioni sono tratte, rispettivamente, dalle pp. 9 e 7 della parte I.

<sup>14</sup> Rilievo che rende opinabile l'orientamento (espresso anche dalle istruzioni del marzo scorso, punto 1, principi generali) a guidare la scelta dei vigilati in ragione della maggiore o minore internazionalizzazione dell'attività.

<sup>15</sup> Rilevata analiticamente la presenza di deleghe nelle società, anche bancarie, che hanno fatto ricorso al duale, articola numerose perplessità sul possibile ruolo dei componenti non esecutivi del consiglio di gestione GHEZZI F., *Consiglieri di sorveglianza “esecutivi” e componenti del consiglio di gestione “non esecutivi”*, in AGE, 2/2007, pp. 328 ss.

cie ove si consideri che anche quest'ultimo istituto risente del nuovo ambiente creato dalla riforma societaria, in particolare con riferimento alla posizione degli amministratori privi di deleghe, i cui oneri e responsabilità finiscono per risultare alquanto 'alleggeriti'<sup>16</sup>.

Peculiare è dunque, nell'ordinamento nazionale, la geometria variabile della configurazione del consiglio di sorveglianza, che però comunque – quale che sia la veste statutariamente assunta - assorbe le più significative competenze assembleari.

Dal che logicamente discende che gli input strategici – ove non vi sia attribuzione all'organo di competenza di indirizzo – rischiano di passare, *silenziosi*, attraverso la catena delle nomine. Simile risultato può essere apprezzato o criticato (in fatto apprezzato/formalmente criticato), ma la potenziale opacità resta un dato normativo, velato dal fatto che lo stesso *nomen* indica due distinte realtà giuridiche e sostanziali, due sistemi ben diversi fra loro.

Sistemi la cui scelta il codice rimette all'autonomia statutaria.

4. La - così rilevante nel sistema della riforma societaria - autonomia statutaria viene, per le banche, pesantemente guidata dalla normazione secondaria (dalle istruzioni di vigilanza, basando su precisa indicazione del d.m. 5 agosto 2004), forse oltre i limiti necessari a garantire la funzionalità del rapporto vigilante/organo di controllo interno, che pone solo l'esigenza di indi-

---

<sup>16</sup> Come sottolineato dalla Cassazione penale (sez. V, 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838, in *Giur. comm.*, 2008, II, pp. 369 ss., con nota di SACCHI R., *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*) in pronuncia resa con riferimento alle vicende del gruppo BIPOP-CARIRE.



viduare chiaramente l'attribuzione delle competenze interne di controllo<sup>17</sup>.

Si registra, infatti, una posizione di continuismo, rispetto alle previgenti istruzioni di vigilanza, che rischia di distorcere le potenzialità del modello duale proprio sul punto in cui si condensa la chiave di volta dell'innovazione, che a mio parere si gioca su una diversa configurazione del concetto di controllo.

Tradizionalmente, infatti, il concetto di controllo si sostanzia nella valutazione *ex post* dei comportamenti gestori, tipica del collegio sindacale, concetto che si inserisce in un sistema in cui il consiglio d'amministrazione è nominato dall'assemblea e l'assemblea approva il bilancio, in un rapporto diretto sul quale complessivamente vigila il collegio sindacale. Il consiglio di sorveglianza, invece, ha un ruolo più complesso, che certo include i controlli *ex post*, ma parte dall'interlocuzione nella impostazione delle politiche gestionali, la quale si configura come un controllo *ex ante* sui comportamenti gestori (la cui responsabilità ricade comunque sempre sugli amministratori), che vengono indirizzati dall'organo che è in rapporto fiduciario con l'assemblea (dico meglio: con i soci, visti i modi in cui possono configurarsi i sistemi di nomina).

Questo diverso ruolo del consiglio di sorveglianza rispetto al collegio sindacale può ingenerare confusioni? Non devastanti, ritengo, e certo meno dell'alternativa dello svuotamento – formale - dei poteri di indirizzo!

L'ampiezza dei problemi, teorici e applicativi, crea comunque un'area d'incertezza che non sollecita al cambiamento, a meno che non vi siano – come nei casi di duale ad oggi presenti - esigenze specifiche che inducano a lanciarsi nella speri-

---

<sup>17</sup> Analoga perplessità, che sfuma verso l'ostilità, nei confronti dell'attribuzione al consiglio di sorveglianza di una funzione di indirizzo ritenuta troppo ampia nelle esperienze pilota, che hanno riguardato soprattutto le banche, è stata manifestata dal presidente Cardia nella lettura della Relazione annuale per il 2006 (p. 18).

mentazione, peraltro compiutasi secondo processi svolti con l'interlocuzione dell'autorità di vigilanza.

Il dato è rilevante perché non bisogna dimenticare che la Banca d'Italia è prontamente intervenuta (circolare 22 dicembre 2003, emanata mentre era in discussione al Consiglio dei Ministri lo schema di decreto legislativo di coordinamento della riforma societaria con i testi unici bancario e finanziario) ad invitare decisamente le banche ad astenersi dal promuovere modificazioni statutarie relative ai modelli di amministrazione e controllo ed alla struttura finanziaria.

È poco dopo emanato il d. lg. 37/2004, nella cui Relazione illustrativa si proclama che la linea ispiratrice del decreto "è stata quella di cercare di garantire il massimo grado di applicabilità della riforma del codice alle società bancarie ... ciò con il dichiarato obiettivo di offrire anche a queste imprese la possibilità di sfruttare a pieno le potenzialità di sviluppo e di incremento della competitività che la riforma ha inteso mettere a disposizione del mercato, attraverso la riduzione delle complessità e la maggiore duttilità delle forme societarie". La stessa Relazione immediatamente precisa che tale obiettivo va coordinato "con le ragioni della peculiare disciplina che governa le società bancarie ... disciplina che, oltre ad avere storicamente giustificato un trattamento speciale, ha disegnato un sistema di controlli e di garanzie la cui peculiarità e funzionalità va indubbiamente preservata".

Dal coordinamento logicamente discende la scelta - compiuta con l'art. 6 - che congela l'accesso ai nuovi sistemi di amministrazione, subordinandolo all'emanazione di disposizioni attuative e regolamentari, da realizzare entro sei mesi (per questa parte) dalla data di pubblicazione del decreto.

Successivamente, nel marzo 2004, interviene altra circolare della Banca d'Italia che fornisce 'indicazioni di vigilanza' in

ordine all'applicazione della riforma per una serie di profili diversi da quelli per cui si prevede normazione secondaria.

Col d. m. Economia 5 agosto 2004 (emanato sul filo della scadenza del termine di cui al riferito art. 6) prende avvio l'intervento conformativo sui nuovi statuti cui, a distanza di quasi quattro anni (4 marzo 2008), seguono le istruzioni di vigilanza.

5. È solo ora, dunque, che il quadro normativo – limitatamente all'aspetto fin qui considerato - si perfeziona, pur rimanendo aperto un altro versante che, per quanto sistematicamente discendendo da altra norma, ha marcato peso nel delineare i nuovi scenari operativi. Mi riferisco al regolamento del Ministro dell'Economia previsto dall'art. 26 tub, modificato anch'esso nell'ambito della riforma societaria, che deve definire i requisiti di indipendenza specifici degli esponenti bancari. E, nelle istruzioni del marzo scorso sulla *governance*, gli esponenti indipendenti sono ampiamente disseminati e collocati in ruoli delicati: nel comitato per il controllo interno, nel comitato per la remunerazione...

Già la tardività dell'intervento regolatore mostra la difficoltà di costruire un percorso che deve collocarsi in un quadro articolato, dominato da profonde incertezze che fanno echeggiare lo stridore di svariati livelli d'intreccio, in parte comuni ad altre realtà, in parte tipiche di quella nazionale.

Le fonti di ispirazione non mancano<sup>18</sup>: abbiamo dei riferimenti codificati del grado di indipendenza codicistico di chi esercita funzioni di controllo<sup>19</sup>, abbiamo una serie di regole ti-

---

<sup>18</sup> Percorre i diversi 'gradi' di indipendenza SALANITRO N., *Nozione e disciplina degli amministratori indipendenti*, in Banca borsa tit. cred., 2008, I, pp. 1 ss.

<sup>19</sup> Riferimenti legati alla considerazione di rapporti patrimoniali e professionali e di rapporti familiari – solo quelli formalizzati, il che è lacuna di non poco momento

piche per gli amministratori delle società quotate. Ma è proprio la faticosa pluralità che appalesa non solo le accennate difficoltà ma anche, per diverso aspetto, rischi di appiattimento e di indebita generalizzazione dell'una o dell'altra disciplina.

Forse la via può essere quella proposta di recente dal prof. Ferro-Luzzi<sup>20</sup> che, criticate le individuazioni in negativo, ricorrenti nelle diverse fonti che ho evocato, individua il *plus* dell'indipendenza nel 'valore reputazionale', inteso come 'valore professionale e personale proprio'. Non è certo agevole, però, trasferire in requisiti *oggettivamente* riscontrabili un 'valore' di questo genere.

Un indice cui si potrebbe pensare è l'esperienza maturata, ma con ciò si va a ricadere in ulteriore profilo problematico, legato a rischio che menzionavo - la tendenza alla generalizzazione ed all'appiattimento su diversi corpi normativi - per di più concretizzato nel quadro di interventi pervasivi, svolti su alcune linee d'elezione.

Le istruzioni del marzo, infatti, prevedono uno specifico vaglio del cumulo di incarichi per *tutti* gli esponenti aziendali (punto 3, linee applicative, lett. *b*); e vaglio pesante, perchè l'organo d'appartenenza ne è responsabile (lett. *a*).

Ora, nel sistema normativo, il limite del cumulo è posto *esclusivamente* in relazione a coloro che esplicano funzioni di controllo. Il limite è facoltativo nelle società chiuse<sup>21</sup>, vinco-

---

nell'indicazione di parametri di indipendenza. Chissà che non s'apra via 'bancaria' al riconoscimento delle coppie di fatto!

<sup>20</sup> *Indipendente...da chi; da cosa?*, in Riv. soc., 2008, p. 204.

<sup>21</sup> Dove lo statuto può prevedere 'limiti e criteri' di cumulo per i sindaci (art.2399, 3° co., c.c.), mentre è comunque dovuta un'informativa all'assemblea al momento della nomina dei sindaci (art. 2400, 4° co.), con richiamo di quest'ultima norma nell'art. 2409 *quaterdecies*, 1° co. per i componenti del consiglio di sorveglianza e con la sua replicazione per i consiglieri d'amministrazione nel sistema monistico (art. 2409 *septiesdecies*, 3° co.)

lante nelle società quotate<sup>22</sup>, nelle quali è solo il perimetro oggettivo del cumulo che ricomprende anche gli incarichi di amministrazione. In ogni caso, il limite al cumulo è riferito alla funzione di controllo.

Compiendo, secondo metodo corrente d'indagine giuridica, la ricerca della *ratio* nei lavori preparatori delle norme, s'incontra il silenzio – peraltro ricorrente su molti punti cruciali della riforma societaria - della Relazione al d. lg. 6/2003, mentre si sofferma sul tema la Relazione di accompagnamento alla legge risparmio (che ha introdotto nel tuf la norma d'interesse), fornendone *ratio* puntuale ed esauriente: se “l'idoneità professionale dei soggetti cui sono attribuiti gli incarichi di amministrazione attiene all'interesse della società, che ragionevolmente sceglierà i propri amministratori fra persone che siano effettivamente in grado di esercitare in modo proficuo l'ufficio, per quanto riguarda i titolari degli incarichi di controllo ricorre anche un interesse pubblico affinché la scelta cada su soggetti cui l'eccesso di occupazioni non impedisca di adempiere effettivamente alle funzioni di controllo”.

Nelle istruzioni di vigilanza, invece, la valutazione del cumulo non è funzionalmente limitata al controllo, ma è assolutamente indiscriminata. E ciò senza base normativa: a meno che non si prenda per buona la tesi che il criterio della sana e prudente gestione copra assolutamente tutto, legittimi ogni ingerenza nell'autonomia gestionale, prescindendo dalla riconoscibilità dello specifico fine di ciascuna misura.

In simile quadro, dove già bisognerà far necessariamente fronte ad una serie di modifiche discendenti dalle nuove istruzioni, quale può essere la propensione delle banche a transitare

---

<sup>22</sup> Art.148 *bis*, 1° co., tuf, che ne rimette la regolamentazione alla Consob, da cui gli artt. 144 *duodecies* ss. reg. emittenti, il sistema (parziale!) di tabelline dell'allegato 5 bis reg. emittenti e l'archivio informatico che la Consob ha dovuto approntare per gestire la massa di dati e adempiere quindi alla funzione che la norma le attribuisce.

in un nuovo sistema di amministrazione? Nuove grandi aggregazioni non mi paiono all'orizzonte, sul mercato nazionale. Né so quanto alcune situazioni di *governance* critica possano trovare risposta idonea nel duale, che non è di per sé preferibile ad altri sistemi, anche se – nelle ‘debite’ forme - non pare sgradito all'organo di vigilanza, che sembra rivendere un vecchio amore.

Forse qualcuno fra voi ricorderà che, nel Libro bianco sull'ordinamento degli enti pubblici creditizi del 1981, la Banca d'Italia costruiva una sorta di idealtipo di articolazione degli organi che si ispirava al modello societario tedesco.

Commentandolo, il prof. Minervini criticava ‘l'inutile barocchismo’ di alcuni appesantimenti (collegio sindacale, tre organi gestori, problema del ruolo dell'assemblea perchè lì proprietario era il Tesoro), ma al contempo considerava che la via di un duale ‘depurato’ da queste contaminazioni “probabilmente è la soluzione che ha dalla sua l'avvenire”<sup>23</sup>.

E i nostri amici, che hanno avviato il percorso d'indagine, sono nei fatti titolari del *munus* di compiere una verifica, fra qualche anno.

*Antonella Antonucci*

Ordinario di diritto dell'economia  
nell'Università di Bari

---

<sup>23</sup> *Una rivoluzione silenziosa per la banca pubblica*, in Pol. ec. 1982, n. 2, p. 54.

# ECONOMIA DELLA CRISI, TRASFORMAZIONI DELLO STATO, GOVERNO DEI GIUDICI

SOMMARIO: 1. La depressione economica rimette al centro lo Stato. - 2. Le analisi della crisi e la centralità del giudiziario. - 3. Regolazione, deregolazione, riregolazione. - 4. Le trasformazioni della forma di Stato ed il rilancio dello Stato amministrativo nel governo dell'economia.

“La storia recente ci insegna dove porta, in tempi lunghi o brevi, l'intervento statale nell'economia : alla rovina delle nazioni. Non è il liberalismo ad essere andato in crisi; sono le istituzioni finanziarie, il loro funzionamento, le loro regole o la loro mancanza di regole, i loro tanti piccoli Madoff. Pensare di riempire questo vuoto con lo Stato sarebbe un rimedio peggiore del male.”

M. Vargas Llosa

1. Secondo letture in voga fino a poco tempo fa delle vicende in corso nell'epoca della globalizzazione, l'Occidente era al centro di una grande trasformazione, seguita alla caduta del muro di Berlino e dell'ideologia comunista, alla diffusione universale dei principi dell'economia di mercato, al crollo di barriere e confini nel commercio, all'apertura degli scambi, alla diffusione di nuove tecnologie, all'affermazione del paradigma della rete e del potere reticolare come cifra del tempo storico, alla crisi del modello di Stato borghese istituito nella modernità, al prevalere della società sullo Stato e dell'economia sul diritto, alla fiducia nella capacità di autoregolazione dei produttori.

Non mancavano i critici di queste prospettive pronti a sottolineare i pericoli di perdita delle identità legate al cosmopolitismo ed alle migrazioni, le minacce di guerre interculturali, la volatilità delle basi imponibili con la connessa crisi finanziaria degli Stati e delle amministrazioni del benessere, la insostenibilità di un ordine del mondo basato su una visione unilaterale delle relazioni internazionali, la storicità e pluralità inconciliabile delle diverse concezioni dei diritti umani, le disuguaglianze indotte dalla enorme concentrazione della ricchezza prodotta dallo sviluppo dei mercati finanziari, la sostanziale incontrollabilità delle dinamiche dei mercati evolutisi tecnologicamente al di fuori di ogni connessione con i meccanismi di produzione e riproduzione della ricchezza reale.

Ora l'avvento della grande depressione mondiale o globale costringe a rivedere gli schemi interpretativi.

Non si tratta più di cantare lodi o elaborare critiche rispetto allo sviluppo incontrastato di un modello economico, basato sulla finanza e sui beni immateriali, e sulla sua insofferenza rispetto ad ogni limes ma di comprendere – ad un livello più profondo e strutturale - cosa sta succedendo nel nodo dei rapporti fra economia e diritto e soprattutto quali trasformazioni - legate alla crisi economica - sono già visibili nella forma di Stato dominante in Occidente perché indotte dalla necessità di governare la crisi economica.

Infatti nonostante la crisi dello Stato sia stata considerata una caratteristica dell'età della globalizzazione nell'epoca dei suoi fasti, la depressione economica riporta – con certezza - lo Stato al centro della scena e con ciò l'eco dei dibattiti politico-giuridico- economici del pensiero della crisi degli inizi del Novecento<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Nel decennio 1921 -1931 apparvero oltre allo studio del LAMBERT citato più avanti, il fondamentale saggio de KELSEN sulla giustizia costituzionale ( 1928) ed il “custode”



In questa chiave la riproposizione dell'alternativa fra Stato e mercato, fra regolazione ed autoregolazione, fra intervento pubblico nell'economia e liberismo, fra meccanismi social-securitari e speranze da un lato e frammentazione individuale e paure irrazionali dall'altro non appare più utile ad uscire dall'impasse teorica ed a soddisfare le esigenze di un'analisi aggiornata.

Così, per comprendere la crisi, accade che si rispolveri – da sostenitori di politiche colbertiane od interventistiche<sup>2</sup> - il

---

della costituzione di SCHMITT (1931). Quando c'è crisi nasce il diritto dell'emergenza e densi interrogativi si formulano sulla struttura del potere giudiziario e dei controlli. Cfr. anche A. FIORITTO *L'amministrazione dell'emergenza fra autorità e garanzie*, Bologna, 2008 ove un'analisi dell'emergenza come fenomeno giuridico.

<sup>2</sup> G. TREMONTI, *La paura e la speranza*, Milano, 2008 per cui “E' finita in Europa l'«età dell'oro». È finita la fiaba del progresso continuo e gratuito. La fiaba della globalizzazione, la «cornucopia» del XXI secolo.

Una fiaba che pure ci era stata così ben raccontata. Il tempo che sta arrivando è un tempo di ferro.

I prezzi — il prezzo delle merci e del petrolio, il prezzo del denaro e degli alimentari — invece di scendere, salgono.

Low cost può ancora essere un viaggio di piacere, ma non la spesa di tutti i giorni. Un viaggio a Londra può ancora costare meno di 20 euro, ma una spesa media al supermercato può costare ben più di 40 euro. Come in un mondo rovesciato, il superfluo viene dunque a costare assurdamente meno del necessario.

Cosa è successo? È successo che in un soffio di tempo, in poco più di dieci anni, sono cambiate la struttura e la velocità del mondo. Meccanismi che normalmente avrebbero occupato una storia di lunga durata, fatta da decenni e decenni, sono stati prima concentrati e poi fatti esplodere di colpo. Come si è già visto in tante altre rivoluzioni, quella della globalizzazione è stata preparata da illuminati, messa in atto da fanatici, da predicatori partiti con fede teologica alla ricerca del paradiso terrestre.

Il corso della storia non poteva certo essere fermato, ma qualcuno e qualcosa — vedremo chi e che cosa — ne ha follemente voluto e causato l'accelerazione aprendo come nel mito il «vaso di Pandora», liberando e scatenando forze che ora sono difficili da controllare.

È così che una massa di circa un miliardo di uomini, concentrata prevalentemente in Asia, è passata di colpo dall'autoconsumo al consumo, dal circuito chiuso dell'economia agricola al circuito aperto dell'economia di «mercato». È una massa che prima faceva vita a sé: coltivava i suoi campi e allevava i suoi animali per nutrirsi; raccoglieva la sua legna per scaldarsi; non aveva industrie. Ora è una massa che non è più isolata, che comincia a vivere, a lavorare, a consumare più o meno come noi e insieme a noi,

## Marx di Marshall Berman<sup>3</sup> (quello del Manifesto che affermava

attingendo a quella che una volta era la nostra esclusiva riserva alimentare, mineraria, energetica.

È una massa che non ha ancora il denaro necessario per comprare un'automobile, ma ha già il denaro sufficiente per comprare una moto, un litro di benzina o di latte, un chilo di carne. I cinesi, per esempio, nel 1985 consumavano mediamente 20 chilogrammi di carne all'anno, oggi ne consumano 50.

Se il numero dei bovini da latte o da carne che ci sono nel mondo resta fisso, ma sale la domanda di latte o di carne, allora i prezzi non restano uguali, ma salgono anche loro. E lo stesso vale per i mangimi vegetali con cui si allevano gli animali e, via via salendo nella scala della rilevanza economica, per quasi tutti i prodotti di base tipici del consumo durevole e poi per tutte le materie prime necessarie per la nascente e crescente produzione industriale: l'acciaio, il carbone, il petrolio, il gas, il cotone, le fibre, la plastica per far funzionare le industrie.

La squadratura che si sta così determinando, tra offerta che resta fissa e domanda che cresce, ha avuto e avrà nel mondo un effetto strutturale sostanziale: la salita globale dei prezzi. E dunque del costo della vita.”

<sup>3</sup> MARSHALL BERMAN, *L'esperienza della modernità*, Bologna, 1999. La postmodernità potrebbe significare la fine della modernità, ma per Berman non è così: quanti, come Foucault, denunciano l'avvento dell'istituzione totale e dichiarano aperta la postmodernità, non fanno che riesumare un ruolo già a più riprese assunto da modernismi monolitici e assolutizzanti - Cernyscevskij, Howard, Weber, il Bauhaus, Le Corbusier, Leger, McLuhan, Moses, Marcuse - che hanno voluto semplificare, in un verso o nell'altro, la dialettica di accettazione-rifiuto dell'autentico grande modernismo - Marx, Nietzsche, Dostoevskij.

Il post-modernismo non sarebbe dunque che una variante aberrante del modernismo, che non esce dall'orizzonte della modernità. Il libro di Berman tuttavia non vuole tanto dimostrare una tesi, che resta implicita (la modernità è ancora aperta) quanto rendere allettante una proposta: riprendere nella nostra esperienza della modernizzazione, che pare inequivocabilmente procedere, le forme del grande modernismo.

"L'esperienza della modernità" è perciò organizzato come un vocabolario modernista di opposizione

È, repertorio di immagini ed emozioni della volatilità moderna, da usare contro la suggestione dell'istituzione totale e dei suoi teorici.

Berman risale innanzitutto alla metà del secolo scorso - momento in cui si afferma la consapevolezza dei caratteri nuovi e specifici della modernizzazione, e in cui quindi modernizzazione e modernismo si differenziano come assi autonomi della modernità - per cogliere due immagini come archetipi della modernità. La prima (Cap. I. "Il Faust di Goethe: la tragedia dell'evoluzione") è quella di Mefistofele che distrugge la casetta di Filemone e Bauci per far luogo alla torre di osservazione progettata da Faust. L'impresa assassina ha già i caratteri tipici della modernità: dissolve un residuo del passato e fa nascere in Faust, sulla voluttà del cambiamento, l'indignazione per la violenza indispensabile al cambiamento. Il cantiere di Faust è tuttora aperto, l'impresa della modernizzazione continua, l'ambivalenza del sentimento, insieme di critica e di accetta-

con spirito profetico, che, nel mondo capitalistico, “tutto ciò che è solido si dissolve nell’aria”) per tornare a qualcosa di solido come l’economia reale e la buona amministrazione o che, all’opposto, temendo gli eccessi di ogni statalismo si invochi un cambio di paradigma (con la teoria della decrescita e l’insistenza sul pensiero ecologico radicale di Serge Latouche<sup>4</sup>) perché ormai si viaggia in terre incognite e ciò che è immediatamente visibile all’orizzonte, per cambiare, è puramente e semplicemente l’inversione del mito del progresso e della crescita illimitata (con approdo di ogni progettualità sociale su una riva anarcoide e minimalista).

Ciò che può e deve affermarsi, senza soverchie preoccupazioni di essere smentiti (perché si tratta di un’illusione della quale sarà comunque positivo essersi nutriti), è che la modernità

---

zione, è divenuta l'anima del modernismo. Il secondo archetipo (Cap. II. "Tutto ciò che è solido si dissolve nell'aria. Marx, il modernismo e la modernizzazione ") è identificato attraverso il "Manifesto del Partito Comunista", in questa chiave assunto come la prima grande opera d'arte modernista

Nell'immagine apollinea della borghesia, prototipo del soggetto storico volatilizzatore, si supera il passato dandogli un prezzo e incorporandolo nel mercato e nel presente.

<sup>4</sup> Serge Latouche è tra gli avversari più noti dell'occidentalizzazione del pianeta e un sostenitore della decrescita conviviale e del localismo.

Conosciuto per i suoi lavori di antropologia economica, Serge Latouche critica il concetto di economia intesa in *modo formale*, ossia come attività di mera scelta tra mezzi scarsi per poter raggiungere un fine. Rifacendosi in tal senso al pensiero di Karl Polanyi egli mira a proporre nelle sue opere il concetto dell'*economico*, rifacendosi alla definizione di *economia sostanziale*, intesa come attività in grado di fornire i mezzi materiali per il soddisfacimento dei bisogni delle persone.

Critica, attraverso argomentazioni teoriche solide e con un approccio empirico comprensivo di numerosi esempi, il concetto di sviluppo e le nozioni di razionalità ed efficacia economica.

Nemico del consumismo e della razionalità strumentale, Latouche è un intellettuale che presenta tratti assai personali ed è stato introdotto nel dibattito italiano da case editrici e gruppi culturali della sinistra radicale.

Latouche è uno dei critici più acuti della ideologia universalista dalle connotazioni utilitariste: rifacendosi anche alle concezioni di Marcel Mauss e di Ivan Illich, rivendica la liberazione della società occidentale dalla dimensione universale economicista.

è una forma dell'esperienza vitale ancora aperta innanzi a noi, nell'economia come nel diritto.

Il suo tratto fondamentale è l'apertura dell'uomo (come individuo e come essere sociale) alla progettualità e la mancanza di fondamento metafisico e trascendentale dell'esperienza umana (che lascia senza soluzione il problema del perché essere buoni, problema legato alla crisi sistemica della finanza che stiamo attraversando).

La modernità poi è caratterizzata da un atteggiamento ambivalente di accettazione-rifiuto, nei confronti della “modernizzazione” di quel complesso processo economico, sociale e politico che con intensità crescente è in atto da tre-quattro secoli e instancabilmente volatilizza quel che è consolidato.

Nel “modernismo”, nelle forme d'arte, di cultura e della sensibilità in generale che lo costituiscono, la modernità ha trovato e trova espressione ed ispirazione.

Nel modernismo dei mercati finanziari occorre sceverare il grano dal loglio ciò che è vitale da ciò che è caduco.

T. Padoa Schioppa<sup>5</sup> ha notato che i derivati svolgono un'utile funzione assicurativa; ciò che sembra essere inaccettabile è l'idea – o l'illusione maliziosa od ingenua - che tali strumenti finanziari possano eliminare il rischio delle banche distribuendolo collettivamente senza fine sui mercati; così le nuove tecnologie mediche sono benefiche, ma non cancellano la prospettiva della morte e l'idea del limite insita nell'umana natura.

Né il confronto con l'idea del limite deve far resuscitare, avventura già vissuta dall'uomo moderno, il rassicurante fantasma dell'autorità.

“Il nostro secolo – Berman scrive nel Novecento - può definirsi a buon diritto il secolo più brillantemente creativo nella storia del mondo”, eppure la nostra esperienza vitale, insidiata

---

<sup>5</sup> Cfr. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta*, Bologna, 2009.

dall'ombra delle istituzioni totali, sembra sottrarsi, a partire dagli anni 70, al modernismo di tale straordinaria creatività.

E' un pericolo non nuovo – quello dell'autoritarismo – purtroppo inscritto nella natura della crisi ed in alcune delle soluzioni che si lasciano traguardare all'orizzonte (basate sulla rinascita del religioso come fondamento del politico ; sull'uso religioso della politica e sul controllo ossessivo dei corpi ; su messaggi tranquillizzanti incentrati su una sorta di neo-autoritarismo e su una rivalutazione acritica del ruolo dello Stato , utilizzato anche al fine di coprire con i mezzi dei contribuenti insieme rischi sistemici e rischi privati), se non si saprà riscoprire il gusto delle regole , la centralità dell'etica negli affari, l'attualità dell'interesse pubblico, l'equilibrata preminenza del bene comune – quando occorre - rispetto al mercato, congiunta all'assoluto rispetto per l'autonomia dell'individuo e della persona che connota le società liberali.

2. Occorre soffermarsi - prima di analizzare i mutamenti e le torsioni che sta subendo la forma di Stato, nel rapporto fra legge, amministrazione e giurisdizione , fra sfera pubblica e sfera privata, fra economia e diritto, fra autonomia individuale e sociale e principio di autorità - su alcune letture della crisi circolanti nella pubblicistica economico-giuridica.

In primo luogo c'è chi osserva che *la ragione della crisi non risiederebbe nella invadenza del mercato ma nella sua debolezza*: mercato debole è un mercato non sufficientemente regolato, ciò che avrebbe determinato l'inizio del tracollo sarebbe una carenza di regole e controlli pubblici , non la mancanza di (teorica) attitudine dei mercati a svolgere in modo ottimale il ruolo di creatori della ricchezza.

Se così è, si conclude, patologie momentanee non debbono comportare alcun cambio radicale di passo (o paradigma) ma solo l'affinamento dei sistemi di controllo.

In primo luogo secondo il principio di adeguatezza – che tipicamente struttura le forme organizzative del diritto pubblico (art. 118 Cost.) – ciò comporterebbe la necessità di allocare il potere pubblico prevalentemente in una dimensione sopranazionale.

Poi occorrerebbe rafforzare, ove necessario, la tecnicità e l'indipendenza dei regolatori (dalla politica), e disciplinare ciò che finora è stato affidato alla spontaneità della *lex mercatoria*, se è possibile, con regole valide in ogni spazio del mondo globale (la nuova Bretton Woods<sup>6</sup>).

---

<sup>6</sup> La conferenza di Bretton Woods, che si tenne dal 1° al 22 luglio 1944 nell'omonima cittadina appartenente alla giurisdizione della città di Carroll (New Hampshire, USA), stabilì regole per le relazioni commerciali e finanziarie tra i principali paesi industrializzati del mondo.

Gli accordi di *Bretton Woods* furono il primo esempio nella storia del mondo di un ordine monetario totalmente concordato, pensato per governare i rapporti monetari fra stati nazionali indipendenti.

Mentre ancora non si era spento il *secondo conflitto mondiale*, si preparò la ricostruzione del sistema monetario e finanziario, riunendo 730 delegati di 44 nazioni alleate per la *conferenza monetaria e finanziaria delle Nazioni Unite (United Nations Monetary and Financial Conference)* al *Mount Washington Hotel*, nella città di Bretton Woods (*New Hampshire*). Dopo un acceso dibattito, durato tre settimane, i delegati firmarono gli Accordi di Bretton Woods.

Gli accordi erano un sistema di regole e procedure per disciplinare la politica monetaria internazionale.

Le caratteristiche principali di *Bretton Woods* erano due; la prima, l'obbligo per ogni paese di adottare una politica monetaria tesa a stabilizzare il tasso di cambio ad un valore fisso rispetto al dollaro, che veniva così eletto a valuta principale, consentendo solo delle lievi oscillazioni delle altre valute; la seconda, il compito di equilibrare gli squilibri causati dai pagamenti internazionali, assegnato al Fondo Monetario Internazionale (o FMI).

Il piano istituì sia il FMI che la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (detta anche Banca mondiale o World Bank). Queste istituzioni sarebbero diventate operative solo quando un numero sufficiente di paesi avesse ratificato l'accordo. Ciò avvenne nel 1946.

La crisi sarebbe quindi essenzialmente una crisi di fiducia superabile mediante nuove regole.

Ma quali regole? La regolazione è cambiata sicuramente nel tempo.

Gli studiosi di diritto pubblico dell'economia sanno che l'armamentario tradizionale della disciplina è quello basato su permessi, autorizzazioni, concessioni, restrizioni quantitative al commercio, dazi.

Queste cose sono recessive e sono poche le voci che incentrano la risposta alla crisi sul modello (obsoleto) della ripresa di tale strumentario.

La regolazione che si andrebbe a rafforzare – ove si desse per non riproponibile l'armamentario gianniniano del *Krisisma-management*<sup>7</sup> - è in primo luogo quella che ha come obiettivo la concorrenza. Ma la concorrenza non appare lo strumento attraverso il quale l'economia possa riprendere la strada della crescita.

Ne viene allora che si potrebbe agire sulle regole di trasparenza, con il risultato, più apprezzabile, di rinsaldare la fiducia degli attori del mercato nella fluidità degli affari e nella correttezza dei comportamenti degli operatori, ma senza che possano, anche in questo caso, ritenersi con sicurezza producibili effetti di ripresa della domanda aggregata e di rilancio degli investimenti.

La strada sanzionatoria delle condotte non corrette è senz'altro percorribile ma sconta l'ostacolo difficilmente superabile dell'inefficienza o della tardività delle risposte giudiziarie che (incentrate su tecniche risarcitorie) intervengono quando ormai gli illeciti sono stati consumati.

---

Nel 1947 fu poi firmato il GATT (General Agreement on Tariffs and Trade - Accordo Generale sulle Tariffe ed il Commercio) che si affiancava all'FMI ed alla Banca mondiale con il compito di liberalizzare il commercio internazionale.

<sup>7</sup> Su cui si veda GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1977.

In Italia poi la cronica lentezza dei processi (con l'unica lodevole eccezione dei processi amministrativi in rito speciale che hanno il limitato oggetto di servizi ed appalti pubblici e – no casualmente - degli atti di regolazione) rende la strategia incentrata sulla rimodulazione delle regole particolarmente a rischio di ineffettività.

Di qui l'altra gamba delle politiche anti-crisi imperniata sulla corresponsione di sussidi pubblici ed aiuti di Stato.

E' la soluzione offerta da chi ritiene che la crisi non trovi le sue ragioni nella debolezza dei meccanismi di mercato ma nell'*insufficienza dell'intervento pubblico*.

Si tratta della strada massicciamente intrapresa dagli Stati Uniti e basata su un keynesismo aggiornato, che tuttavia cura – come è stato con icastica efficacia – il debito con il debito, e, quindi , rischia di aggravare la radice del male.

L'Europa stenta a seguire gli Stati Uniti su questa strada, per la lentezza delle sue procedure e le carenze della sua architettura amministrativa , tuttavia un atteggiamento più prudente e temporeggiatore potrebbe essere meno rischioso ed, in definitiva, più lungimirante .

La storia dirà quale via si rivelerà più produttiva.

L'una o l'altra delle risposte passano, sia pure con modalità diverse , per un'opera intensa del sistema giudiziario.

La enorme diffusione delle chartulae che è all'origine della crisi ha invertito – di per sé – il rapporto fra diritto ed economia, poiché i documenti – o le scritture dematerializzate contengono segni (obbligazioni) che vanno regolate in un giuoco che non è a somma zero – come è ovvio – avendo vincenti o perdenti.

Il punto è il tempo necessario per la regolazione giudiziaria dell'ammasso delle chartulae che potremmo definire il tempo dell'incertezza o del nostro scontento: il tempo della crisi di



fiducia che dissangua l'economia, restringe il credito, rende le banche e gli intermediari finanziari sospettosi, crea difficoltà all'economia reale che si riverberano ancora , moltiplicando la crisi in un circolo vizioso, sulla accessibilità del credito.

*La crisi è crisi di fiducia ed il suo tempo – il tempo dell'incertezza e del nostro scontento – dura quanto dura il tempo giudiziario necessario per ridare certezza ai rapporti giuridici sorti dalla finanziarizzazione dell'economia.*

Una risposta basata sulla riforma delle regole cura il futuro , ma sarà necessario comunque tirare una linea sul passato, segregando i rapporti giuridici incerti separandoli dai nuovi, in modo che non si possano alterare improvvisamente le aspettative sulla solvibilità e le condizioni della responsabilità patrimoniale degli attori del sistema.

Il punto è che la segregazione non può avvenire senza un'imputazione di responsabilità, che sarebbe ancora una volta compito da affidare al giudiziario (la politica potendo al più definire il quadro regolatorio necessario per ristabilire una accettabile governance delle banche e delle società finanziarie che agiscono nel mercato globale).

Il giudiziario dovrà anche applicare le nuove regole di flessibilità nella concessione degli aiuti di Stato, in tutti i punti del sistema in cui ciò sarà necessario, per consentire sicurezza ai rapporti e sostegno pubblico alle imprese in difficoltà, senza che ne segua un conflitto sulle alterazioni del giuoco concorrenziale indotte dalle politiche incentrate sui sussidi.

Si delinea un diritto dell'economia della eccezione, della disparità e della specialità, in cui la concorrenza rimane sullo sfondo.

Cosa ne sarà del mercato una volta consumatesi queste vicende è difficile dirlo, la riforma delle regole tendendo a guardare il futuro in una prospettive più lunga, la politica degli aiuti

evitando l'aggravamento delle conseguenze sociali della crisi poiché nei tempi lunghi siamo keynesianamente tutti morti.

Il giudiziario ebbe inoltre, è necessario ricordarlo, un ruolo fondamentale anche nella crisi del 1929: classica è l'analisi di Edouard Lambert su "il governo dei giudici" dedicato ad un'ampia analisi, ormai di interesse prevalentemente storico, di cases della giurisprudenza statunitense e dell'alterazione che derivava dalla centralità del giudiziario nel rapporto fra funzione di indirizzo politico (nell'epoca dell'affermarsi della legislazione sociale negli Stati Uniti) e funzione giudiziaria (avente caratteri di vera e propria, occulta, funzione di governo).

Occorre ricordare che la Corte Suprema americana, nell'epoca del New deal, in anni di accentuato sviluppo della società americana e di reazione alla crisi, ha svolto il ruolo di un giudice sostanzialmente conservatore (memorabili le figure di Brandeis, Cardozo e Stone) e di contrappeso al governo, avviandosi allo scontro con la politica sociale roosveltiana, quando il Presidente minacciò di fare approvare il Court packing plan, determinando uno dei momenti di maggiore tensione fra potere giudiziario e potere politico nella storia americana.

La crisi del 1929 era una crisi classica da deficit della domanda, che aveva le sue ragioni tutte nelle dinamiche economiche del primo dopoguerra e che è stata superata - dopo i primi errori - segnalati da P. Krugman - tesi a riportare, con Hoover, i bilanci in pareggio in epoca di piena recessione o a difendere lo standard aureo a spese dell'economia nazionale, o ad evitare sostegno alle banche anche quando il loro default avrebbe potuto determinare ondate di panico nel pubblico dei risparmiatori - con lo strumento dell'intervento finanziario dello Stato

nell'economia e della nascita della legislazione sociale di diffusione del benessere e la crescita della leva fiscale<sup>8</sup>.

Questa crisi appare qualcosa di più complesso, essa ha le sue ragioni in un'inversione improvvisa della fiducia nel dominio dell'economia sul diritto, determinata dalla crescita incontrollata della finanza a dispetto dell'economia reale, che non poteva non condurre al *momento veritativo della verifica giudiziaria* della sostenibilità degli impegni assunti a cascata dal sistema in un giuoco che per sua natura non poteva essere a somma zero perché è impossibile assicurarsi da tutti i rischi.

Inversione della fiducia significa emersione del segno ovvero del significante rispetto al significato, valenza simbolica dell'arresto.

Ciò richiede per il futuro, la saggezza dell'accettazione dell'esistenza di rischi non prevenibili, la pazienza della attesa della regolazione giudiziaria – lenta ma inesorabile – dei rapporti costituiti nei mercati finanziari e definibili come attivi incerti (o “titoli tossici”), l'accompagnamento del processo, con regole ad hoc , necessarie per evitare che il tempo del processo si trasformi in tempo di arresto dell'economia.

Per chiudere la crisi immediatamente, con un tratto di penna, occorrerebbe immaginare – astrattamente - che i negozi e gli impegni conseguenti assunti nell'ambito dei mercati finanziari non controllati dalle banche centrali non valgano più, non solo sospendere i mercati, ma attestare la non vincolatività delle parole date, ma chi potrebbe ancora credere nel mercato dopo una tale catastrofe non è dato sapere, per cui tale via non appare percorribile.

Ed allora la crisi non si potrà che attraversarla tutta senza sconti, ma predisponendo i cambiamenti anche nell'assetto dei

---

<sup>8</sup> Sul tema KRUGMAN, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, 1999-2009.

poteri statuali che consentano di non avere più sfiducia nella corrispondenza dei segni o simboli economici all'economia reale.

Per stare nella metafora occorre tempo per “disintossicarsi” e le cure shock non sono raccomandabili.

Quando si parla di simboli in economia l'inevitabile approdo è poi la moneta, riserva di valore, strumento di scambio, mistero della sovranità ed in fondo punto di congiunzione della politica e dell'economia.

La moneta custodisce le ragioni di scambio dell'economia planetaria e lì occorrerà guardare – alla fine – per disegnare i nuovi equilibri che J. Attali<sup>9</sup> vede spostati ad Est, sull'asse del Pacifico, fra Stati Uniti ed Asia, con l'Europa in ruolo ancillare (il rapporto centrale è ancora quello fra dollaro e renmimbi , l'euro è stabile ma non viene assunto come moneta di riserva dal sistema economico globale perché mancano le condizioni politiche di tale evenienza).

All'Europa , specie se non riuscirà ad ammodernare la sua struttura istituzionale, potrebbe riservarsi il ruolo di chi apprende l'arte di scomparire (è già successo con imperi del mondo antico) ma consegnando un lascito, anche importante per l'economia del pianeta, e consistente nel messaggio per il quale i giuochi con i segni ed i simboli hanno un limite , la moneta segno per eccellenza è collegata alla sovranità e va difesa soprattutto con la moderazione finanziaria ed i bilanci in ordine: la restaurazione delle regole è talvolta più importante della sopravvivenza a tutti i costi.

Certo l'architettura istituzionale europea incentrata sul giudiziario, con un Parlamento debole, una commissione guardiano tecnico dei Trattati, un consiglio dominato dalla logica delle contrattazioni intergovernative ma una Corte di Giustizia

---

<sup>9</sup> ATTALI, *Breve storia del futuro*, Roma, 2007.

rivelatasi vero e proprio motore della Costituzione in fieri, appare non avere un locus decidendi capace di assumere il ruolo guida nella gestione della crisi.

Paradosso del giudiziario di essere potere neutrale ed acefalo, *imperium* senza centro, *iurisdictio* e non *gubernaculum*, ciò che condanna la gestione della crisi alla diffusività ed alla frammentazione.

Destino dell'Europa di non poter andare oltre il coordinamento (e si veda lo European Economic Recovery Plan del 26 novembre 2008) laddove sarebbe necessaria l'emersione di un potere schmittiano di decisione sullo stato d'eccezione.<sup>10</sup>

3. G. Amato, nel discutere il libro di M. D'Alberti su "Poteri pubblici, mercati e globalizzazione"<sup>11</sup>, ha criticato gli eccessi di regolazione che "ci sono stati, ci sono tuttora, ed hanno provocato azioni di semplificazione su larga scala volti a ridurli" ma ha notato anche che il punto centrale dei processi di trasformazione che hanno connotato il mondo globalizzato risiede nel "ruolo giocato dall'interesse pubblico nei confronti delle attività private", ruolo che si deve analizzare in chiave storica e che si disvela nel progressivo "unbundling di interessi pubblici inizialmente confusi ed indistinti nella ragion di Stato e poi via via costretti a disgelarsi e a dar ragione di sé ad uno ad uno come fini specifici di specifici atti. La vicenda ebbe il suo snodo

---

<sup>10</sup> Una certa importanza per cogliere le linee di tendenza della politica dell'UE in materia di crisi finanziaria riveste anche il rapporto De Larosiere ove si segnala che "too much of the European Union's framework today remains seriously fragmented." E si rileva: "In essence, we have two alternatives: the first *"chacun pour soi"* beggar-thy-neighbour solutions; or the second - enhanced, pragmatic, sensible European cooperation for the benefit of all to preserve an open world economy. This will bring undoubted economic gains, and this is what we favour."

<sup>11</sup> Si veda la discussione nella Rivista Trimestrale di diritto pubblico, 2008, p. 851 e ss. ivi interventi di A. MARZANO; S. CASSESE; G. AMATO; G. TESAURO e le conclusioni di M. D'ALBERTI.

decisivo nell'opera meritoria del giudice amministrativo francese del XIX secolo e portò al radicamento del principio di tipicità, che è divenuto pare essenziale del nostro rule of law. Per interferire con la sfera giuridica del privato non bastava più accampare l'interesse pubblico ma occorreva di volta in volta dimostrare quale interesse venisse concretamente perseguito attraverso ciascun provvedimento”.

Anche le regole poste ai regolatori (attraverso il RIA Regulatory impact assessment) avevano in fondo la stessa finalità costringere anche l'atto di posizione della regola alla dimostrazione della sua necessità.

Non è il sindacato giurisdizionale sul provvedimento amministrativo ma un sistema di accountability del regolatore.

Il processo vissuto fino alla crisi non è figlio, secondo G. Amato, a bene vedere, delle dottrine di Ronald Reagan e Margaret Thatcher ma “l'approdo della talpa che da due secoli ha preso ad impostare i rapporti fra individuo ed autorità sul filo, sempre più robusto, dell'affermazione dei diritti e delle libertà del primo e quindi della caduta delle presunzioni cui era usa la seconda”.

L'azione del diritto antitrust è stata allineata alle “ragioni della talpa”.

A partire da qui si comprende che ciò che è in giuoco nel processo della ridefinizione delle regole e delle istituzioni di governo dei mercati finanziari è un filo rosso che connota la modernità e che va diritto al cuore del rapporto fra individuo e comunità.

Il diritto dell'emergenza – strumento invocato dai governi per affrontare la crisi - è infatti il regno dell'atipicità, dell'interesse pubblico evidenziato in chiave decisionistica, sganciato dalla normatività, ridotto alla sua nuda dimensione politica.

Esso costringe – per sua natura – attraverso la lettura che i giudici danno della temperie delle età storiche, il diritto anti-trust ad una dimensione più politica, più arbitrale, più portata alla grande mediazione che alla sanzione ed al controllo paragiurisdizionale.

Mentre il problema non risiede nell'impaccio creato dalle garanzie, ma nel sottodimensionamento dei regolatori (confinati negli Stati nazionali) rispetto ai fenomeni da regolare (globali).

L'emergenza rischia di provocare un arresto del lavoro incessante della talpa della modernità: è un rischio che occorre non dimenticare.

L'alternativa non è fra regolazione e deregolazione, ma fra regolazione spazialmente adeguata (sovra-nazionale) e non adeguata (nazionale).

La mancanza delle regole di governance globale accentua la differenza fra un imprenditore industriale (soggetto ad es. in tema di rispetto degli standards ambientali a controlli severi e sanzioni penali) e soggetti operanti sui mercati finanziari che hanno potuto porre in essere condotte fraudolente (mettendo sul mercato titoli – mediante le tecniche legate alle transazioni su derivati finanziari – rispondenti a mutui non garantiti) trattate con eccessivo garbo dai controllori nazionali.

Dopo i sub prime – nota G. Amato – si arriverà anche in materia finanziaria a qualche forma di secolarizzazione.

Anche il giudiziario dovrebbe in questo senso fare la sua parte, nelle sue varie branche, penale, civile, amministrativa.

Ma un ruolo cruciale spetterà alle banche centrali, che su questo argomento si giocano reputazione e credibilità.

Fra le ragioni dell'inadeguatezza dei controlli dei regolatori nazionali Amato elenca: 1) accentuata tecnicità della materia finanziaria; 2) insufficienza del principio di trasparenza a colmare le asimmetrie informative; 3) prioritario rilievo del

principio di stabilità che andrebbe ridimensionato a scopo repressivo dei più gravi crimini finanziari ; 4) rischi sistemici legati al fallimento degli imprenditori disinvolti (che andrebbero valutati in sede amministrativa e non giudiziaria perché eccedono le dimensioni della classica “lite”).

Ciò pone interrogativi sulla necessità di ripensare anche i sistemi nazionali della regolazione.

Va anche rilevato che ormai sono maturi i tempi per lo sviluppo di azioni risarcitorie per omessa vigilanza.

Si è facili profeti ad ipotizzare che la crisi economica condurrà ad una reviviscenza di tale filone del contenzioso, in Italia, impantanato nelle subtilitates del riparto di giurisdizione (ma ormai spettante al giudice ordinario , salvo diverso avviso del legislatore che ben potrebbe sul punto costituire un campo di giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo , quale punto di equilibrio fra esigenze della finanza pubblica e di tutela dei privati nella temperie della crisi).<sup>12</sup>

4. A fronte del ruolo – ineludibile ma sommerso - del potere giudiziario nella gestione e soluzione della crisi i governi svolgono una funzione securitaria , affidata soprattutto – ed anche in Italia - alla decretazione urgente.

Si tratta di continue manovre anticrisi, connotate da un affastellarsi di norme spesso di non grande fattura perché concepite frettolosamente in funzione anticongiunturale, sulla spinta delle necessità della politica e delle urgenze della comunicazione (altra vera e propria decisiva variabile di decelerazione o accelerazione della crisi non così decisiva nel 1929), di efficacia più simbolica che pratica (ora consistenti in iniezioni di capitale

---

<sup>12</sup> Cfr. sulla ravvisabilità di interessi legittimi in materia MONTEDORO, *Questioni di giurisdizione in materia di atti illeciti delle autorità di vigilanza sui mercati*, in *La Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2002, pt. 2, pp. 33-50.



nelle società bancarie ora in prestiti alle banche da destinarsi a sostegno delle imprese, ora in agevolazioni fiscali alle imprese o ai consumatori, ora in vere e proprie nazionalizzazioni tutte decise dal giorno alla notte).

Schmitt ricorda , nel “custode”, che ci sono Stati di giustizia, o, più esattamente, di giurisdizione, Stati che sono essenzialmente di governo o di esecuzione, ed, infine Stati di legislazione.

Nel succedersi delle forme di Stato abbiamo lo Stato medievale, incentrato sulla giurisdizione, lo Stato assoluto, ossia lo Stato amministrativo o di esecuzione, ed infine, lo Stato legislativo o Stato borghese di diritto.

La crisi restaura alcuni tratti delle forme pre-borghesi di statualità.

D'altra parte essa – nella vita reale - falciava la classe media ed erode il ruolo dei Parlamenti: quando la casa brucia la classe “discutidora” non gode di un grande prestigio (specie quando essa si è costituita cospicue rendite di posizione a margine dello sviluppo delle classi dirigenti apolide dell'età dell'oro della globalizzazione ed è stata indulgente con il lobbismo si vedano in tal senso anche recenti denunce di più di un Commissario europeo).

La classe grande –borghese emergente ha lo stile dei consigli di amministrazione, un tono non professorale, l'asciuttezza tipica del mondo degli affari: in breve nel Parlamento vede un orpello non sempre necessario.

Dello Stato di giurisdizione abbiamo già detto, rimane da discorrere dello Stato di amministrazione.

Cina e Russia ne sono esponenti emergenti.

Ma anche in Occidente, le forme del liberalismo classico subiscono torsioni.

Le regole finanziarie globali vengono elaborate nel chiuso dei Gabinetti e dei Governi e “sanzionate” nel corso dei G8 divenuti G20 per effetto dei cambiamenti geo-politici in corso.

Non casualmente al centro del dibattito costituzionale torna la questione del decreto legge, che il Governo deve assumere (art. 77 Cost.) sotto la sua responsabilità, echeggia così, nell’agone fra Presidente del Consiglio e Presidente della Repubblica sui rispettivi poteri in materia di urgenza, fra *auctoritas* e *veritas*, il tono delle misure weimariane<sup>13</sup> di gestione emergenziale dell’economia, la sfiducia nella capacità del potere diffuso di reggere l’impatto della crisi, la necessità di trovare un decisore di ultima istanza in funzione securitaria<sup>14</sup> (ancora il problema della rassicurazione e della paura), i tentativi di trovare le basi di una costituzione economica oscillanti fra soluzioni tecnocratiche e politiche.

Lo Stato dei partiti non trova una sintesi, di qui il ruolo crescente dei governi in tutto l’Occidente e , più in generale , nel mondo avanzato e del loro potere più specifico quello di emanare ordinanze aventi forza di legge con le quali come ricorda la dottrina tedesca si può prescrivere o vietare “tutto quello per cui è richiesta ed è sufficiente una legge ordinaria che non modifica la costituzione”.

---

<sup>13</sup> SCHMITT cita i compendi del Poetzsch-Heffter (*Jarbuch des offentlichen Rechts*, Bd. 1925, p.141-157; Bd. 17, 1929, p. 99-101 ) per documentare la vasta prassi di decreti legge adottati in materia economica durante la Repubblica di Weimar.

<sup>14</sup> Uno dei libri più belli e più animati da una grande passione civile che possa capitare di leggere è certamente *The Economic Consequences of the Peace* scritto da John Maynard Keynes nel 1919, all’indomani del suo polemico abbandono dei lavori della Conferenza di Pace di Versailles che poneva fine a quella mattanza di massa che era stato il primo conflitto mondiale, un testo da lui scritto per protestare contro le assurde pretese degli alleati nei confronti della Germania sconfitta, pretese che contrastavano nettamente con gli impegni previsti nell’atto di resa e che crearono le condizioni più adatte all’avvento del nazionalsocialismo dopo il disastro iperinflattivo che aveva caratterizzato la Repubblica di Weimar. In quello sfondo va letto il custode di Schmitt.

Ma se emerge un ruolo degli esecutivi e delle burocrazie ad essi collegate<sup>15</sup>, se è innegabile la funzione che, nel lungo periodo, sarà svolta dal giudiziario ci si deve chiedere che ne è del Legislativo, vero e proprio invitato di pietra dell'odierna divisione dei poteri.

Tanto più che la crisi è crisi di regolazione, che, pertanto, reclamerebbe una guida politico-legislativa illuminata ed attenta all'interesse generale.

Proprio la questione dei mutui sub-prime e della finanza derivata e di tutto ciò che ne è seguito sembra richiedere, anche a chi in passato è stato un fautore della deregolamentazione dei mercati (lo scrivente non è fra questi), una regolamentazione più accurata in favore della trasparenza dei dati.

Gli economisti si sono inventati nuove tecniche di copertura dei rischi – i derivati sono questo, nuove tecniche di copertura dei rischi – e molte banche, ma anche intermediari finanziari non bancari, quindi non soggetti a controlli di stabilità tesi ad evitare rischi sistemici, si sono più avventurati verso il rischio.

---

<sup>15</sup> L. TORCHIA, *Il finanziamento dell'economia ed i prefetti ovvero dell'eterogenesi dei mezzi*, in [www.astrid.it](http://www.astrid.it) osserva che le misure sinora adottate dal governo italiano per far fronte alla crisi economica e finanziaria presentano, pur nella varietà e frammentarietà che le contraddistinguono, due caratteri comuni ricorrenti.

Sotto il profilo economico, si tratta di misure di garanzia, piuttosto che di misure di intervento diretto, con la conseguenza positiva di incidere solo limitatamente sul debito pubblico e lo svantaggio, invece, di non fornire effettivamente risorse aggiuntive significative ed immediatamente utilizzabili.

Sotto il profilo giuridico-istituzionale, si tratta di misure che accentuano ed enfatizzano oltre misura la discrezionalità del governo e dell'amministrazione, che possono scegliere senza troppi vincoli i beneficiari di inventivi, bonus e sconti, mentre si vanno cancellando i meccanismi oggettivi ed automatici.

L'aumento della discrezionalità è un fenomeno sempre connesso alle crisi, poiché queste, per definizione, dimostrano

l'insufficienza e l'inadeguatezza degli strumenti di previsione, di regolazione, di decisione e di controllo preesistenti e richiedono soluzioni nuove e diverse da quelle perseguibili con gli strumenti disponibili.

Gli operatori finanziari non bancari non sono soggetti alle stesse previsioni prudenziali cui sono soggette le banche.

Di qui la necessità di nuove regolamentazioni, uniformi nelle varie aree del mondo se vogliamo mantenere i vantaggi della globalizzazione e della circolazione dei capitali.<sup>16</sup>

Materia che non sembra , tuttavia , toccare i Parlamenti, che sono chiusi negli angusti e provinciali confini dello Stato-nazione.

Materia che riguarda i Governi che si riuniscono nelle formule G8 e G20 per elaborare documenti destinati a ri-orientare le singole “giurisdizioni” nazionali (non si usa il termine discipline legislative nazionali a conferma dell’irrelevanza della dimensione legislativa classica come decisione sul conflitto di classe all’interno di una comunità di destino).

Il declino dei Parlamenti costituisce un punto problematico nell’approccio alla crisi poiché lascia il sistema economico in una forte oscillazione fra cure emergenziali e soluzioni giuridiche dei conflitti.

Specie in Europa emerge la drammatica carenza della debolezza del ruolo del Parlamento e l’assenza di poteri emergenziali.

Residuano ordinanze di urgenza e sentenze.

In mezzo rischia di esserci troppo poco per legittimare le decisioni nel momento in cui la crisi dovesse farsi drammatica.

Quel troppo poco che potremmo chiamare crisi della democrazia (se ancora ci si crede , se non si accetta la critica radicale che della democrazia fa Luciano Canfora<sup>17</sup>, alla luce dei

---

<sup>16</sup> Si va verso una distinzione fra vigilanza macro-prudenziale che riguarderebbe tutti e vigilanza microprudenziale da riservarsi all’ordinamento bancario tout court.

<sup>17</sup> Cfr. CANFORA, *Critica della retorica democratica*, Bari, 2002. Più di recente, ID., *La natura del potere*, Bari, 2009, ove Canfora instilla più di un dubbio sui travestimenti del potere: un dominio di pochi - anche quando sembra essere di uno solo - che però non sussiste se non sa creare consenso, restando, beninteso, a tutti gli effetti dominio.

tempi lunghi della storia, della teoria delle elites e di una indubbia coerenza ideologica) e che potrebbe indurci al pessimismo ed al disincanto.

Tuttavi il nesso fra democrazia ed economia torna a rivelarsi nelle maglie della crisi: e l'origine della tolleranza, che risiede nel gesto di fiducia dell'uomo di affari, va ricordata perennemente, per evitare che la fiducia nel mercato venga restaurata non con la forza autonoma del diritto ma con l'imposizione delle scelte contingenti ed occasionali dell'amministrazione, che, alla lunga, hanno sempre un prezzo elevato per le nostre libertà.

La crisi economica rimanda alle modalità di soluzione della crisi del politico nella modernità, e, per alcuni, si intreccia con un tentativo – illiberale - di rifondazione del “politico” al di fuori della sfera economica (nella rinascita del religioso ecc.).

Per una visione coerentemente liberale invece la soluzione della crisi politica si intreccia con quella della crisi economica ed il modo in cui se ne verrà fuori – regressivo o progressivo, rispettoso o meno delle ragioni della civiltà del diritto e delle tanto decantate “regole” – ci darà la cifra del futuro, predisporrà la vivibilità del mondo, il tanto o poco di concretamente umano che sarà possibile dispiegarvi.

Il diritto ed i giuristi su tutto questo hanno qualcosa da dire anche come custodi dei valori, dworkinianamente “presi sul serio”.

*Giancarlo Montedoro*

Consigliere di Stato

Docente di Istituzioni di diritto pubblico  
presso l'Università Luiss G. Carli di Roma

## MERCATI MONDIALI IN CRISI.

### RAGIONI DEL DIRITTO E CULTURA GLOBALE

SOMMARIO: 1. Il processo di globalizzazione. - 2. La crisi dei sistemi finanziari - 3. La rivincita dei diritti. - 4. Il ruolo del «diritto dell'economia».

1. Gli ultimi decenni hanno visto un profondo cambiamento dei rapporti intersoggettivi legato al processo di globalizzazione che è oggetto di valutazioni diverse da parte della dottrina. Come tempo fa ebbi a precisare, si è in presenza di un concetto che non è solo descrittivo, ma anche prescrittivo, in quanto frutto di un'operazione ideologica che si accredita quale naturale portato dell'evoluzione della tecnica e dell'economia.<sup>1</sup>

Per solito, la globalizzazione viene coniugata con la modernità e viene considerata come strumentale all'accelerazione dello sviluppo scientifico, al rafforzamento del mercato, all'affermazione dei diritti individuali. Se ne identificano per tal via i profili positivi, a fronte dei quali non mancano rilievi critici riconducibili a taluni effetti perversi che da essa discendono: ci si riferisce al depauperamento delle popolazioni del terzo mondo, alla distruzione dell'ambiente e, più in generale, alla compressione della sovranità statale, all'implosione della nazionalità, al rafforzamento del terrorismo.

---

<sup>1</sup> Cfr. ALPA, *I nuovi volti della professione forense nell'età della globalizzazione*, Bologna, 2005, p. 185.

In base a tali considerazioni si dividono e si confrontano apologeti e detrattori della globalizzazione; i primi ne esaltano gli effetti, laddove i secondi ne svalutano il ruolo quasi che da essa derivi la gran parte dei mali che al presente affliggono il pianeta.

Sotto altro profilo, viene in considerazione la irreversibilità di tale processo, per cui si pone il problema di volgerne l'evoluzione a favore della massimizzazione del benessere sociale. In tale direzione orientano le indicazioni di illustri pensatori - Stiglitz, Beck, Sen -, i quali hanno sostenuto che tale processo debba esser guidato al fine di contenerne le negatività e di promuoverne la funzione positiva.

È indubbio che alla globalizzazione possa ascriversi la finalità primaria di ridistribuire ricchezza. Oggi, tuttavia, essa non sembra in grado di perseguire il suo originario scopo, come è dato evincere dalla presenza di differenziazioni; in particolare, essa «non funziona per molti poveri del mondo. Non funziona per gran parte dell'ambiente. Non funziona per la stabilità dell'economia... la povertà è aumentata a dismisura e i redditi sono crollati»<sup>2</sup>.

Pertanto, non possono essere taciuti i limiti che *in subiecta materia* si incontrano a causa dell'assenza di istituzioni in grado di governare l'economia a livello planetario. Identificare le priorità nelle scelte economico finanziarie, attivare i meccanismi idonei a dare attuazione a queste ultime individua l'obiettivo che la Comunità mondiale deve proporsi per un recupero dei *ritardi*, per volgere in positivo le *criticità* di una mal riuscita integrazione finanziaria, per uscire dalla fase di *recessione* che sembra destinata a compromettere la crescita del pianeta.

Si delinea un contesto a fronte del quale «i vari organismi internazionali hanno offerto “ricette” tradizionali o contraddittorie che hanno spesso appesantito la crisi anziché arginarla»;<sup>3</sup> ed invero la funzione dai medesimi svolta si è risolta in una attività meramente

---

<sup>2</sup> Cfr. STIGLITZ, *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino, 2002, p. 217.

<sup>3</sup> Così STIGLITZ, *In un mondo imperfetto*, Roma, 2001, p. 80.

*propositiva* e, dunque, sprovvista di quella forza cogente che appare indispensabile per ricondurne l'azione in ambiti diversi dal semplice coordinamento e dai circuiti di una (più o meno intensa) collaborazione.<sup>4</sup>

Diviene difficile, in tale conteso, chiarire verso quale «ordine» giuridico istituzionale si stia prendendo, se (per usare un'espressione di Bobbio) sia in corso una «guerra costituente» di nuovo genere, al termine della quale saremo di fronte a cambiamenti che segnano una profonda rottura col multilateralismo che per decenni ha caratterizzato le relazioni internazionali. Fare previsioni è quanto mai inopportuno, si corre il rischio di essere prontamente smentiti dagli eventi di una realtà in rapida trasformazione e si espongono i giudizi così formulati a rapida obsolescenza.

Una considerazione, tuttavia, sembra certa: quella che per lungo tempo è stata la forza propulsiva del capitalismo sembra ora sostituita dagli effetti di un *processo* che, per quanto radicato nell'economia, ne travalica i confini e non si presenta come esclusivo di quest'ultima. Da qui la configurabilità di modifiche istituzionali fino ad epoca recente non ipotizzabili, di un'apertura dei mercati senza precedenti; modifiche che, in ragione della loro portata globale, oltre a determinare un abbattimento delle frontiere, potranno segnare l'avvento di un innovativo sistema di circolazione dei beni e delle merci, di tecniche di produzione ispirate a criteri ecocompatibili, coinvolgere aree geografiche sempre più ampie ed un numero di attori sempre maggiore.

È evidente come l'attuale organizzazione mondiale, fondata sul principio di un'*interdipendenza complessa*, appare destinata a perdere tale sua connotazione (caratterizzata da un'indubbia vischiosità ambientale ed operativa) per dar spazio ad un affascinante *progetto di solidarietà*, che consentirà quanto meno di attenuare le ten-

---

<sup>4</sup> Cfr. CASSESE, *International law*, Oxford, 2001, p. 212 ss. e, in precedenza, VOITOVICH S. A., *Normative acts of the international economic organizations in international law making*, in *Journal of world trade law*, vol. 24, 1990.



sione etniche, di ridurre le esplosioni della violenza, di porre un freno alla crescente minaccia del terrorismo.

Va da sé che la comprensione della problematica testé prospettata dovrà comportare - nella definizione delle fasi della globalizzazione - l'assunzione di una *cura comune* nel garantire la tutela degli interessi individuali, nell'assicurare le diversità e nell'evitare forme di neo-colonizzazione. È significativo che studiosi del diritto come Natalino Irti abbiano dimostrato, con coerenza ed acutezza, come il rapporto schmidtiano norma/luogo abbia finito per dissolversi.<sup>5</sup> Tale riflessione aiuta a valutare le difficoltà nelle quali il giurista si dibatte allorché, in una prospettiva che guarda allo «spazio giuridico globale»,<sup>6</sup> scorge una realtà nella quale concetti giuridici tradizionali - i diritti delle minoranze, i diritti individuali e, più in generale, i diritti fondamentali - trovano esplicazione in forme diverse da quelle che, nel passato, ne hanno collaudato l'impegno.

Da qui l'esigenza, avvertita in termini pressanti, di rivedere l'originaria portata di detti concetti, di addivenire ad una ricostruzione delle forme di tutela sin qui attuate per dar corso ad innovativi schemi di salvaguardia dei diritti, fondati su moduli di cooperazione, maggiormente attenti al rispetto delle garanzie che sono state identificate sotto la spinta propulsiva delle *ideologie liberal democratiche*.

2. Gli anni recenti stanno conoscendo una crisi economico finanziaria che sconvolge la stabilità dei sistemi, mettendo a dura prova l'ordine giuridico dei mercati internazionali. Le analisi dei fattori che hanno determinato le «turbolenze finanziarie», fatalmente degenerare in una situazione patologica, convergono nel ravvisare la causa di detta realtà in una volontà politica di «utilizzare gli elevati livelli di *finanziarizzazione*» dell' economia per evitare gli effetti ne-

---

<sup>5</sup> Cfr. IRTI, *Norme e luoghi*, Roma-Bari, 2001.

<sup>6</sup> Cfr. ZOLO, *Globalizzazione. Una mappa dei problemi*, Bari, 2004.

gativi connessi ad una interversione del *ciclo*, riveniente (agli inizi del nuovo millennio) da una fase positiva durata molto a lungo.<sup>7</sup>

Più in particolare, l'attuale bufera finanziaria - ad avviso di un prevalente orientamento degli studiosi che ne hanno esaminato le origini e gli sviluppi - è stata determinata dalla concessione di mutui *sub-prime* e da un uso smoderato di *derivati* (praticati principalmente negli Stati Uniti) i cui effetti critici sono stati poi traslati in paesi diversi da quelli di origine di detti strumenti finanziari. La globalizzazione (che, come si è detto, ha eliminato ogni «frontiera» tra gli Stati che intrattengono rapporti economici) e la struttura dei sistemi finanziari hanno consentito, infatti, un perverso *effetto domino* che ne ha favorito la propagazione a livello planetario.<sup>8</sup> Ciò ha avuto come conseguenza l'inquinamento dei bilanci delle banche e dei portafogli dei risparmiatori-investitori, divenuti ricettacolo di un ingente (ed incontrollato) quantitativo di *titoli tossici* che hanno invaso i mercati grazie alla carenza di adeguati presidi regolamentari.

La crisi sul piano giuridico evidenzia i limiti del quadro disciplinare e l'incapacità dei meccanismi di vigilanza pubblica nel prevenire gli *eccessi* di una finanza evoluta, non essendo stato in grado di contrapporre a questi ultimi adeguate misure a tutela degli investitori e, dunque, della stabilità dei mercati.<sup>9</sup> I presidi normativi hanno

---

<sup>7</sup> Così CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, p.37 ss; in precedenza NICCOLI, *Economia stazionaria, economia dinamica e finanziarizzazione*, in *Studi e note di economia*, 2004, n. 1, p. 27 ss; BINI SMAGHI, *Chi ci salva dalla prossima crisi finanziaria*, Bologna, 2000.

<sup>8</sup> Cfr. RAJAN -ZINGALES, *Salvare il capitalismo dai capitalisti*, Torino, 2008, *passim*; in precedenza si erano soffermati sui limiti della globalizzazione SCHOLTE, *The globalization of World politics*, in AA.VV., *The Globalization of World politics an Introduction to International Relation*, a cura di Baylis e Smith, Oxford, 1997, p. 14 ss.; SACCOMANNI, *Tigri globali, domatori nazionali. Il difficile rapporto tra finanza globale e autorità monetarie nazionali*, Bologna, 2002; PANIZZA, *Luci ed ombre della globalizzazione*, in *Comunità internazionale*, 2005, p. 215 ss.; GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005.

<sup>9</sup> Cfr. VENTURI, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. Identificazione di possibili interventi correttivi*, in *Banca e borsa*, 2009, I, p. 83; in senso conforme SHILLER, *Finanza shock*, Milano, 2008.

evidenziato la loro inadeguatezza di fronte al dilagare del *market liquidity risk* nei confronti del quale le regole fissate negli accordi di Basilea non sono riuscite a prevedere adeguati argini. In altri termini, è stata sottovaluta la possibilità che detto rischio assurgesse a fattore di sconvolgimento degli equilibri faticosamente conquistati (rivelandosi insufficiente il coordinamento dei livelli di patrimonializzazione degli intermediari con l'entità e le caratteristiche dell'azione dai medesimi svolta).<sup>10</sup>

L'incertezza in ordine alla effettiva dimensione dei disastri causati dagli eventi patologici in parola e la dubbia efficacia dei rimedi che i singoli Governi hanno adottato per il «salvataggio delle banche» e per il ripristino, a livello mondiale, di una situazione di normalità riconducono il perseguimento di tali obiettivi a valutazioni che s'incentrano sulla funzione conformatrice del diritto. Conseguentemente, la *regolarità*, che ne individua l'essenza, consente di ascrivere a quest'ultimo una funzione che non si esaurisce in una mera neutralità tecnica, essendo destinato ad integrarsi con la «decisione politica» che identifica le scelte necessarie alla realizzazione di nuovi equilibri della realtà di mercato.

In particolare, il diritto - nel riferimento ad analoghe variegiate situazioni che si sono succedute nel tempo e, dunque, in base all'insegnamento che viene dalla storia - finisce col l'esercitare un ruolo che potremmo definire di mediazione tra le molteplici, differenti istanze proposte in sede politica. Peraltro, in presenza di tale realtà, appare giustificato il dubbio che esso non assolva appieno la sua funzione di elemento equilibratore, non riesca a contrapporsi adeguatamente alle nuove tendenze *protezionistiche* che sembrano trovare affermazione nelle politiche tuzioristiche dei Governi occi-

---

<sup>10</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Intervento* alla Conferenza «*Credit crunch: is it all the Regulators' fault*», organizzata dal Consiglio Nazionale Forense e dalla British Italian Law Association, Roma, 14 maggio 2009 ove venne proposta una temporanea sospensione delle regole di Basilea, nella misura in cui la loro applicazione, in un contesto di illiquidità di mercato, potrebbe essere di ostacolo alla ripresa.

dentali. Del pari, è dato riscontrare una propensione al recupero di forme di *nazionalizzazione*, che da tempo erano state accantonate (e relegate nel passato) da quando l'affermazione della logica comunitaria ha indotto i paesi membri dell'Unione europea a ravvisare nella convergenza dei reciproci interessi il presupposto per l'esclusione della pratica degli *aiuti di Stato*.

È evidente come, nel delineato contesto, le soluzioni interventistiche adottate dai Governi, a seconda del grado d'incidenza sugli schemi concorrenziali, si prestano a valutazioni differenziate, che tengono conto delle limitazioni per tal via arrecate all'ordine giuridico del mercato e, più in generale, alle forme di tutela dei consumatori.

Da qui lo specifico rilievo ascrivibile ai contenuti delle regole di cui trattasi e, dunque, per quanto riguarda il nostro Paese, ai testi normativi delle leggi n. 190 del 2008 e n. 2 del 2009. Taluni profili critici che il complesso disciplinare in parola evidenzia - connessi vuoi alla scarsa omogeneità degli interventi, vuoi alle deroghe da questi ultimi effettuate alla normativa civilistica ed a quella speciale - limitano le prospettive di ripresa, lasciando intravedere *tempi lunghi* per una piena fuoriuscita del nostro sistema finanziario dalle «secche» nelle quali, al presente, sembra arenato.<sup>11</sup>

In un ambito più generale, si ritiene che le difficoltà del presente momento storico di certo non potranno ricevere la sperata soluzione dalle determinazioni di organismi internazionali. Per vero, questi ultimi - anche se, attraverso contatti sempre più frequenti, evidenziano l'intento dei maggiori Paesi industrializzati di maturare posizioni comuni nella ricerca di strumenti idonei al superamento della crisi - denotano una naturale carenza di forza cogente, cui, del

---

<sup>11</sup> Cfr., in tal senso, le significative osservazioni di BINI SMAGHI, *Relazione introduttiva* al convegno di studi «Verso il G8 - Strategie per uscire dalla crisi», svoltosi presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma (27 maggio 2009).

resto, fa riferimento il consolidato orientamento della dottrina giuridica.<sup>12</sup>

Diversamente, la riferibilità al sistema finanziario europeo consente di ipotizzare interventi correttivi degli effetti della crisi adottati dai Paesi membri dell'Unione previo ricorso ad una diversa formula della *economic regulation*, la cui legittimazione potrà trovare fondamento in una innovativa applicazione del «principio di solidarietà». I mercati in crisi, infatti, giustificano l'orientamento che riporta in seno alla Comunità il potere di fissare le regole, conferendo a queste ultime quella coesione ed unitarietà che hanno mostrato di non possedere (con le deprecabili criticità che oggi minano il benessere della collettività).

È in tale contesto che rilevano le proposte, avanzate dal Gruppo di Alto Livello diretto da Jaques De Larosière, volte a ridefinire l'architettura del sistema di supervisione finanziaria.<sup>13</sup> Prescindendo in questa sede da ogni valutazione critica dei limiti di tale proposta (che, tra l'altro, attribuisce alla Banca Centrale Europea poteri di intervento che esorbitano dalla sfera di competenze che le sono demandate dai Trattati e dallo stesso Statuto istitutivo), non pu  sottacersi il merito - ad essa riconosciuto dalla dottrina - di aver ben compreso come il superamento dell'attuale situazione di *empasse* passi attraverso un attento bilanciamento delle componenti della relazione che intercorre tra *regolazione - supervisione - gestione/risoluzione delle crisi*.<sup>14</sup>

Pertanto, ogni prospettiva di cambiamento del sistema di vigilanza sugli intermediari finanziari dovr  tener conto della necessaria

---

<sup>12</sup> Cfr., per tutti, CASSESE, *International law*, Oxford, 2001, p. 212 ss.

<sup>13</sup> Cfr. *Rapporto sulla 'Supervisione finanziaria in Europa'*, presentato da tale Gruppo nel febbraio 2009, cap. III, p. 38 ss.; per valutazioni critiche, v. ZADRA, *Per una riforma organica dell'architettura di vigilanza europea: le proposte dell'ABI*, in *Banca-ria*, 2009, n. 2, p. 2 ss., ove si riproduce il testo dell'Audizione tenuta dall'A. il 25 febbraio 2009 presso la XIV Commissione "Politiche dell'Unione europea" della Camera dei deputati.

<sup>14</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, cit., p. 97

convergenza dei criteri regolatori che devono sovrintendere allo svolgimento della supervisione *in subiecta materia*. Solo la realizzazione di un *set* disciplinare unitario ed omogeneo potrà contribuire alla determinazione di una realtà nella quale, in futuro, siano maggiormente contenuti i rischi di «turbolenze finanziarie» come quelle che attualmente sconvolgono i mercati; ciò, con tutta probabilità, inciderà sulla stessa configurazione del *libero mercato*, la cui nozione forse risulterà più lontana da quella *formula neutra* che aveva appassionato gli studiosi degli anni settanta del novecento.

3. Orbene, al fine di individuare le modalità con cui il diritto può interagire beneficamente sulla descritta realtà patologica è opportuno ricordare che da Platone a Rawls la giustizia ha identificato un tema centrale nel dibattito filosofico, poi sfociato nella teoria secolarizzata del diritto naturale. Il recepimento in ambito politico delle istanze così elaborate è alla base delle proclamazioni dei diritti dell'uomo, delle carte dei diritti fondamentali, delle convenzioni internazionali. Si dà corso ad una *coniugio* tra diritto e ragione che, estrapolando dalla teoria filosofica i valori oggettivi che sono alla base della vita associata, pongono la regole per la tutela della persona umana, della sua dignità.

Tale concezione del diritto, che si ricollega alla visione laica dei valori coesenziali all'aggregato umano, nel tempo si è evoluta attraverso il riconoscimento del potere autoritativo che presiede le strutture giuridiche necessarie affinché quelle tutele possano essere realizzate. Da Hobbes a Locke, da Spinoza a Weber, l'indagine si muove, quindi, alla scoperta delle ragioni con cui giustificare l'autorità; si perviene, per tal via, al convincimento che la costruzione degli ordinamenti e l'identificazione delle modalità con cui il di-

ritto opera devono far riferimento non alla forza, ma alla sua *funzionalità* rispetto alle istanze del contesto sociale di riferimento.<sup>15</sup>

È in tale prospettiva che i mezzi del diritto - ossia le regole - identificano una strumentazione dinamica che assolve ad una finalità di tutela se riesce ad evitare gli squilibri che possono turbare l'ordine sociale; squilibri talora indotti da eventi riconducibili al prevalere di istanze individualistiche, come tali negatori di ogni forma di ordinata convivenza delle comunità.

La modernità, portatrice di spinte esterne, ha segnato spesso il prevalere dell'economia nella connotazione dei modelli organizzatori che, grazie alla presenza di adeguate regole, dovrebbero segnare il conseguimento di una realtà socio-politica improntata all'uguaglianza, al rispetto reciproco, allo sviluppo del benessere comune.

Consegue che l'affermazione di una «cultura della concorrenza» - che caratterizza le fasi di un capitalismo maturo - non si accompagna necessariamente alle determinanti di un sistema nel quale trovano realizzazione le generalizzate aspettative di un *diritto giusto*, di una *giustizia eguale*. La competitività finisce, infatti, molto spesso con l'interagire sul catalogo dei diritti - da quelli dei consumatori a quelli dei risparmiatori -, consentendo alle nuove tecnologie di operare forme di *contrattualizzazione* che, in molti casi, alterano gli equilibri relazionali, le modalità di conciliazione tra le parti negoziali che, in precedenza, avevano contraddistinto positivamente l'esistenza della disciplina giuridica.

Si assiste a processi innovatori non circoscritti alla mera configurazione di uno *ius commune europaeum*, ma volti a superare i confini politici, le barriere culturali, i modelli giuridici nazionali in nome del primato dell'economia di mercato;<sup>16</sup> la «globalizzazione» - il cui rilievo è stato in precedenza sottolineato - favorisce tale pro-

<sup>15</sup> Cfr. VIOLA e ZACCARIA, *Le ragioni del diritto*, Bologna, 2003.

<sup>16</sup> Sottolinea la difficoltà di configurare un ordine pubblico finanziario europeo SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Rivista Trimestrale di diritto pubblico*, 2009, I, p. 103.

cesso operando una sorta di traslazione dei «diritti della persona» ai «diritti del mercato» e, dunque, caratterizzando progressivamente l'articolazione di ogni tipo di rapporto intersoggettivo.

A ben considerare, come avevo modo di precisare in passato, non si è in presenza di una nuova *lex mercatoria*, né di regole emergenti dalle prassi, spontanee, degli operatori, ma di una nuova realtà giuridica nella quale si affievoliscono le distinzioni tra gli ambiti del diritto (e, in primo luogo, la differenziazione tra pubblico e privato) in favore di una *reductio ad unum* di stampo economicistico.<sup>17</sup> Gli istituti non colpiti direttamente da fenomeni economici rimangono ai margini dello sviluppo del diritto, ma ne sono ugualmente lambiti, come accade per la famiglia e per le successioni, là dove siano implicate regole di circolazione di persone, capitali, servizi, lavoratori, oppure politiche fiscali.

Si assiste, dunque, ad una trasformazione del diritto regolatore dei rapporti civilistici; se di vuole ad una perdita della sua originaria vitalità, che incide sui suoi contenuti, confini, funzioni, sull'articolazione dei settori destinatari delle disposizioni attraverso cui trova espressione.

Non v'è dubbio che tale stato di cose va ben oltre la dissolvenza del rapporto tra norma e luogo, cui dianzi ci si riferiva; prescindendo in questa sede da valutazioni che si soffermano sull'analisi delle conseguenze di tale cambiamento, si può dire che si determinano i presupposti per un progressivo passaggio dalla *lex mercatoria* alla *lex mercatorum*.

Il diritto, cioè, limitando la sua funzione garantistica, finisce indirettamente con l'offrire la sua tutela al pragmatismo mercantile; e ciò si attua mediante un'eccessiva valorizzazione dell'autonomia (che riduce l'autoresponsabilità), attraverso un *agere* negoziale non ispirato alla conservazione dei valori individuali della persona (con ovvie implicazioni sul rispetto del sinallagma), con un acritico (e di-

---

<sup>17</sup> Cfr. ALPA, *La cultura delle regole*, Bari, 2000, p. 411



rei spregiudicato) perseguimento dell'interesse dei mercanti, dei venditori di prodotti finanziari che tentano di approfittare dell'intervenuta svalutazione delle regole, del fatto che queste ultime vanno riducendo viepiù la loro funzione disciplinatrice.

Si delinea il clima nel quale l'insorgere di una crisi finanziaria non trova ostacoli; per cui quest'ultima si sviluppa, assume toni e livelli impensabili, mostrando il suo volto cattivo, la sua voglia di cancellare, distruggere, minare alla base i canoni della convivenza sociale.

E' in presenza di tale realtà che il riferimento alla possibilità di rinvenire modelli che interpretino in maniera nuova il bilanciamento degli interessi in campo, la speranza di trovare una «terza via» nella limitazione degli *eccessi* del mercato fa pensare ad una *rivincita del diritto*.

Appare chiaro, peraltro, che necessita attivare un «laboratorio» nel quale vengano analizzati in chiave critica gli effetti della globalizzazione, che identifichi rimedi idonei a realizzare un ripristino dei valori tutelati dal diritto. In altri termini, come è stato acutamente osservato,<sup>18</sup> dovrà aversi riguardo ad una globalizzazione che coinvolga anche il campo dei «diritti», sì da consentire una «concorrenza tra i modelli» fino a questo momento poco praticata. Ciò comporterà l'introduzione di modifiche ed integrazioni del quadro delle regole; quali si rendono necessarie a fronte di un'operatività senza confini, di forme smoderate di ricerca del profitto, di una sostanziale mancanza d'*eti-cità* nella logica del mercato e della finanza.

La «rivincita dei diritti» potrà aversi, quindi, attraverso la affermazione di una *rule of law* (intesa quale formula idonea a rappresentare un sistema giuridico perfettamente funzionante), che consenta una piena rispondenza tra certezze delle forme di tutela e sistemazione dei valori e delle pratiche.

---

<sup>18</sup> Cfr. GALGANO, *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, 2005.

L'abbandono di impostazioni che alterano la strategia del confronto (facendo scivolare nell'emergenza) potrà aversi soltanto attraverso il ricorso ad una modulo che esprima una nuova cultura della concorrenza, riguardandone gli elementi costitutivi in termini di *integrazione*; tali cioè da consentire di superare la fragilità istituzionale e processuale cui sono esposti i diritti in un sistema globale.

In sintesi, occorre pensare ad un ordine dei mercati internazionali fondato sulla presenza di regole *uguali* per tutti i soggetti che da queste sono disciplinati, che dia quindi il maggior spazio possibile all'appello alla ragionevolezza; ed invero, in un sistema globale sembrano pienamente valide le riflessioni da noi prospettate in altra occasione, vale a dire che l'interpretazione delle normative e la composizione dei possibili conflitti deve avvenire nel riferimento «ai fini e ai principi che guidano la giuridicità».<sup>19</sup>

4. Si delinea, altresì, l'esigenza di approfondire quale ruolo svolgono le analisi di *law and economics*, da un lato, e di diritto dell'economia, dall'altro, nel dialogo interculturale promosso per l'identificazione di strategie idonee al superamento della crisi.

La riconducibilità dei rimedi adottati e prospettati dai diversi Governi alla teoria dell'interventismo pubblico in economia ripropone l'ampia problematica al riguardo, in passato affrontata dalla dottrina.<sup>20</sup> Le note tesi relative alle forme di coinvolgimento dello

---

<sup>19</sup> Cfr. ALPA, *I nuovi volti della professione forense nell'età della globalizzazione*, cit., p. 198.

<sup>20</sup> Il tema è stato affrontato dalle teorie economiche attraverso modelli gnoseologici differenziati in ragione del metodo e dell'oggetto dell'analisi; studi che trovano unitarietà nel comune riferimento all'*opportunità* ed all'*efficienza*, cfr. BARBER, *A History of economic thought*, Wesleyan, 2009, *passim*. Tali modelli si occupano dell'analisi dei fondamenti, dei limiti e della validità di un intervento dello Stato nell'economia, inteso essenzialmente come mezzo per il raggiungimento di determinati scopi della politica (economica).

È bene precisare che, nell'ambito della cultura economica liberale, il valore assoluto dell'individuo pone in crisi la concezione gerarchica ed autoritaria della società; ciò

Stato nella gestione delle banche e delle imprese industriali di cui il primo diviene socio di riferimento induce a circoscrivere in termini di «emergenza» tali interventi.

Ed invero, ove questi ultimi non siano applicati in un ambito limitato dalla contingenza e dalla transitorietà della situazione, si corre il rischio di un pericoloso allontanamento dalla realtà di mercato faticosamente conseguita a seguito di un processo in cui le logiche social-democratiche sono riuscite a trovare affermazione solo attraverso una lenta sedimentazione culturale. Si cancellerebbero i benefici di un'evoluzione che ha coinvolto il nostro e gli altri paesi della Comunità, si darebbe nuovo ingresso, nella sistemazione giuridica dei rapporti economici, a criteri ed orientamenti ormai consegnati definitivamente alla storia.

Per non scivolare in un'emergenza che non sia etnia senza nome, ancora una volta, occorrerà rivolgersi a «saperi» che siano in grado di unire ad una funzione *meramente conoscitiva* una altra di *direzione* e di *protezione*, da realizzare soprattutto attraverso una attenta opera di omologazione delle regole dei settori coinvolti; e ciò tenendo conto degli interessi diffusi della società, nonché dell'esi-

---

consente l'affermazione di un'idea di «liberalismo economico», intesa quale forma di affrancazione del singolo dai vincoli alla circolazione dei beni ed allo svolgimento di ogni iniziativa economica privata, BOBBIO, *Teoria generale della politica*, Torino, 1999

Per converso, l'affermazione di un modello di società democratico e pluralista ha reso possibile casi di interventi pubblici nella realtà economica. Nell'ambito di tale organizzazione sociale, tuttavia, le azioni dello Stato sono temperate dal principio di eguaglianza (politica e giuridica) senza cioè violare le posizioni giuridiche soggettive dei cittadini; cfr. BOBBIO, *Liberalismo e democrazia*, Milano, 2006.

Il problema si pone, quindi, in relazione alla capacità delle scelte pubbliche di raggiungere gli obiettivi fissati in sede politica senza violare i principi fondanti della comunità sociale di riferimento; ne è conseguito il prevalere di un approccio teleologico, sostanzialmente indifferente alla distinzione tra forme imprenditoriali ed interventi regolatori (laddove l'Autorità svolge, nel primo caso, un'attività produttiva e, nel secondo, una funzione regolatoria); KHAN, *The economics of Regulation: Principles and institutions*, Massachussets, 1988, pp. 3 e 11; NEWBERRY, *Privatization, restructuring and regulation of network utilities*, Massachussets, 2002, p. 27 ss.

genza di correlare la soddisfazione dei *nuovi* bisogni alla identificazione di tecniche appropriate.

Il «diritto dell'economia», pertanto, ferma la sua caratterizzazione metodologica di tipo interdisciplinare, aiuterà a dare risposte adeguate ai numerosi interrogativi che si pongono in presenza di una realtà nella quale - come in precedenza si è detto - l'economia sembra destinata ad assumere, nel tempo, rilievo crescente.

L'affermazione del "globale" sul "locale", della finanza sull'industria e il commercio, dei *traders* sui banchieri tradizionali, identificano solo alcune delle tematiche cui l'analisi del diritto dell'economia consente di dare una risposta, spaziando il suo campo d'indagine dalla liberalizzazione, deregolazione e progresso tecnologico, alle modalità con cui la regolazione riuscirà a corrispondere alle istanze di rinnovamento.

La interrelazione tra i grandi cambiamenti del sistema finanziario (che diviene sempre più banco centrico) e gli eventi di crisi divengono, quindi, momento centrale delle indagini rese possibili dal concorso di tecniche d'analisi proprie del diritto dell'economia. Grazie a queste ultime è consentita la ricerca di un comune denominatore delle tendenze che è dato cogliere, già alla fine degli anni '80, nelle parole del premio Nobel Lawrence Klein, allorché viene da questi sottolineato come «la provvista di servizi finanziari è divenuta uno dei settori in più rapida evoluzione e crescita nell'economia [statunitense]», per cui viene ravvisato indispensabile «mantenere le attuali salvaguardie della nostra legislazione bancaria mantenendo le banche nella loro specifica attività e non consentendone la trasformazione in conglomerati finanziari».<sup>21</sup>

Si individuano così i presupposti per ulteriori approfondimenti delle conseguenze degli accadimenti attuali ed, in particolare, la loro incidenza sui gruppi sociali più deboli, le necessarie priorità da rico-

---

<sup>21</sup> Cfr. LAWRENCE KLEIN, *An Introduction to Econometric Forecasting and Forecasting Models*, 1980.

noscere a coloro che lavorano in una realtà di precariato, ecc. in una sequenza di problematiche dalla cui soluzione dipende la possibilità di esprimere una realtà nuova fondata su principi che - nel garantire il rispetto del «sociale» nella ridefinizione del rapporto tra Stato e mercato - si ricollegano ai valori dell'etica.

Ne consegue che il diritto dell'economia - superato il suo originario ruolo strumentale alla valutazione ed alla conoscenza dell'*impatto* delle regole giuridiche sulla realtà di riferimento - appare proteso a cogliere ed interpretare gli sviluppi della struttura e del funzionamento del nostro sistema economico, alla luce delle regole che lo governano e dei controlli specifici cui è sottoposto. La sua riflessione appare incentrata, quindi, sul duplice versante della conformità dei rapporti negoziali (intersoggettivi) ai canoni comportamentali imposti da quelle regole ed alla verifica degli apparati (composti essenzialmente da autorità indipendenti) cui fa capo l'azione di controllo e la impostazione istituzionale che caratterizza il nostro ordinamento.

Si apre, in tal modo, la prospettiva di rinvenire in *forti legami* di nuovo genere tra regolazione ed economia il fondamento di una peculiare *alleanza* tra «efficienza - diritto - equità», a sua volta premessa di risultati positivi nella allocazione delle risorse (ordinariamente scarse), nella prevenzione degli abusi, delle opacità che spesso caratterizzano i mercati. Da qui l'esigenza di una *nuova cultura*, maggiormente orientata al rispetto dell'uomo, al superamento delle diseguaglianze che vengono fatte derivare dalle diversità (di luoghi, di *status*, di condizioni); una nuova cultura che coniughi la *globalità* con la *multi etnia*, nella quale uguaglianza dei diritti diffusi significhi eliminazione dei privilegi, degli esclusivismi e delle interdizioni, superamento delle povertà.

Diviene, altresì, possibile ipotizzare una rielaborazione della *lex mercatoria*, riportandone il significato alla relazione tra dinamica economica e capacità di generare benessere e ricchezza, che non

siano appannaggio di pochi, ma che consentano alla generalità degli uomini di fruire dei beni che ad essi spettano per diritto naturale.

È questa una conclusione che, nel valorizzare i profili di *modernità* insiti nello studio di questa branca giuridica, ne riporta l'essenza ai principi fondanti del diritto nel quale si compendiano le regole del vivere insieme; regole che *in subiecta materia* ci ricordano l'importanza di non richiedere l'abdicazione della ragione di fronte alle deficienze del mercato, che sottopone l'umanità a crescenti prove, a sacrifici di significativo rilievo, a turbamenti emotivi.

*Guido Alpa*

Ordinario di Diritto Privato  
nell'Università La Sapienza di Roma

## UNA RIFLESSIONE SULLE CAUSE E SULLE RESPONSABILITÀ DELLA CRISI GLOBALE

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Le presunte cause e responsabilità della crisi globale - 3. Le cause più profonde e remote della crisi globale. - 4. L'esigenza di un cambiamento culturale

1. La stampa e i media hanno ampiamente riportato l'opinione di studiosi e operatori sulle cause, sulle modalità di sviluppo e sulle responsabilità della pesante crisi che ha coinvolto l'economia a livello globale, determinando conseguenze negative in termini di impoverimento, perdita di posti di lavoro, squilibri e fallimenti di imprese.

Il disastro economico che ne scaturisce è di tale entità da mettere in discussione non soltanto le modalità di funzionamento delle imprese, le logiche e le regole che determinano l'operatività dei mercati (soprattutto di quelli finanziari), ma la stessa sopravvivenza di un sistema capitalistico sempre meno intelligibile, che sembra non avere più alcuna possibilità di assicurare una crescita sostenibile, abbassando le aspettative delle generazioni future.

Questo breve scritto intende porre all'attenzione degli operatori e degli studiosi alcune considerazioni volte a ricercare le profonde ragioni che hanno condotto alla situazione attuale, anche allo scopo di meglio riflettere su come si siano realmente svolte le dina-

niche produttive e sulla razionalità delle impostazioni teoriche che hanno sostenuto questi comportamenti.

2. E' stato ripetutamente affermato che la causa prima che ha generato la crisi finanziaria è da ricercarsi nel comportamento messo in atto dalle banche americane che, com'è noto, hanno concesso credito facile, in larga misura, attraverso i mutui *sub-prime*, le *credit cards* (allo scoperto) ed altri analoghi strumenti. Il rischio di credito è stato "esternalizzato" attraverso i meccanismi della cartolarizzazione; sono stati creati e fatti circolare "derivati" ai quali è stato attribuito un elevato giudizio di *rating* e ciò ha consentito la diffusione del rischio di credito nei mercati finanziari, a livello globale.

La caduta del valore degli immobili sul mercato americano e l'aumento dei tassi di interesse hanno determinato diffuse situazioni di insolvenza e di perdite; il livello di fiducia nei mercati si è deteriorato con effetti devastanti che si sono abbattuti sull'economia degli intermediari finanziari e delle altre imprese in termini di restrizione del credito, perdita del valore dei titoli, caduta della domanda di beni e servizi, perdita dei posti di lavoro, fallimenti. La crisi si è diffusa a macchia d'olio diventando globale, come il mercato finanziario che l'ha alimentata e diffusa.

Appare comprensibile che la responsabilità della situazione appena accennata sia stata, in primo luogo, attribuita alle decisioni strategiche delle banche. A ciò si aggiungano le responsabilità dei regolatori del mercato finanziario (legislatori, *authorities*) che non sono stati capaci di definire "regole" tali da bloccare o limitare la creazione e la circolazione di titoli altamente rischiosi, il cui contenuto non appare chiaramente determinabile in quanto risulta dall'accorpamento di differenti posizioni con differente grado di rischio.



Nel panorama dei presunti responsabili non è mancato qualche accenno alla schiera degli economisti, che non sarebbero stati capaci di segnalare l'elevato grado di rischio verso il quale parte del mondo della finanza si stava orientando, mettendo in atto una gestione irresponsabile del credito.

3. Secondo le teorie dominanti (teoria dell'agenzia, *Shareholder theory*) i manager, nella loro qualità di agenti, dovrebbero perseguire l'obiettivo di creare valore per gli azionisti (tutti) in una logica di continuità aziendale o, se si preferisce, in una visione di lungo periodo, essendo questa la finalità generale da tali teorie assegnata alle imprese.

Già l'ipotesi di creare valore per una sola categoria di soggetti (gli azionisti) apre il dibattito sulla correttezza dell'impostazione, rimanendo indefinito il comportamento che, nelle differenti possibili circostanze, dovrebbe essere assunto dai manager nei confronti delle altre categorie di soggetti che partecipano alla combinazione produttiva, a cominciare dai lavoratori.

Il problema, poi, si è spostato su un differente piano, in quanto l'avvento di azionisti di controllo motivati ed aggressivi (i fondi di investimento, i fondi pensione, gli *hedge funds* e, talora, le famiglie capitalistiche) ha spinto molti manager, retribuiti con remunerazioni stellari e *stock options*, a privilegiare esclusivamente gli interessi degli stessi azionisti di controllo (capitale di comando) trascurando quelli dei c.d. "azionisti di minoranza" (che sovente costituiscono la stragrande maggioranza del capitale) e di ogni altro soggetto interessato all'impresa.

Questo comportamento, inoltre, si è risolto in decisioni assunte in una dimensione temporale di breve periodo, in quanto tali azionisti sono sovente portati a cedere il controllo dell'impresa collocando le azioni sul mercato finanziario non appena il loro valore ri-

sulti adeguatamente lievitato per effetto delle politiche di gestione poste in essere dai manager. Si tratta di politiche orientate:

- a tagliare i costi di manutenzione, ricerca e sviluppo;
- a privilegiare acquisizioni premianti nell'immediato, ma dannose per il futuro, nonché operazioni ad alto margine di profitto cui è associato un livello di rischio al di là di ogni ragionevolezza;
- a rinunciare ad ogni investimento, pur orientato alla continuità aziendale, se non aumenta il valore delle azioni nell'immediato;
- a mettere in atto operazioni di "contabilità creativa" e a sovrastimare i valori di bilancio;
- a piegare ai propri interessi modalità e procedure di controllo interno ed esterno, azzerandone l'efficacia.

A ciò si aggiunga un pesante, generalizzato ricorso all'indebitamento da parte delle organizzazioni produttive, trascinate dall'effetto positivo della leva finanziaria. La conseguente rigidità della struttura dei finanziamenti ha esposto tali imprese al rischio di insolvenza non appena il flusso dei ricavi ha presentato flessioni anche non rilevanti.

La creazione di utili fittizi ed il gonfiamento del valore del capitale netto sono stati gli obiettivi primari di un *management* che ha abbandonato la sua originaria posizione di mediazione tra differenti interessi e di orientamento alla continuità aziendale per allineare i suoi comportamenti ai nuovi interessi degli azionisti di controllo, che hanno assunto un carattere sempre più speculativo e sempre meno imprenditoriale.

I comportamenti irresponsabili rapidamente delineati hanno interessato larga parte dell'economia, hanno investito tanto le società industriali e commerciali, quanto le società finanziarie. E' evidente che questi comportamenti sono stati possibili in presenza di un mercato finanziario che non è stato capace di valutare correttamente l'attività delle imprese, che ha generato bolle speculative accogliendo e trasmettendo titoli ampiamente sovrastimati, che non ha saputo

premiare strategie vincenti, bensì politiche orientate alla crescita immediata del valore delle azioni<sup>22</sup>.

Rimane comunque da chiedersi come i manager abbiano potuto assecondare le pretese del capitale di comando e non accorgersi della gravità delle conseguenze che oggi appaiono in tutta la loro disrompente realtà: assetti finanziari ed economici compromessi, perdita di posti di lavoro a tutti i livelli, dissesti nelle imprese di maggior potenza e prestigio.

L'esperienza in corso ha inoltre definitivamente evidenziato non solo l'incapacità dei mercati di autoregolarsi, ma anche la difficoltà (per non dire l'impotenza) del diritto e delle regole, per come sono oggi disegnate, a prevenire e fronteggiare situazioni di rischio insostenibile e di speculazione globale.

Da qui la ridda delle formule e dei presunti rimedi, tra interessi contrastanti dei protagonisti; da qui i richiami all'etica, non meglio precisati, come ultimo tentativo di ricollocare in una dimensione superiore ed astratta problemi che non sembrano altrimenti risolvibili.

L'alleanza tra soggetto economico e management ha condotto a comportamenti perversi, orientati alla creazione fittizia del valore nel breve periodo, a vantaggio del capitale di comando e degli stessi manager e a danno di ogni altro *stakeholder*, con forti rischi per la sopravvivenza della stessa impresa.

A ben vedere, dunque, *la crisi ritrova la sua causa più profonda, la sua genesi, in un modo distorto di considerare la finalità per cui l'impresa deve operare*; la creazione di valore per gli azionisti si è, di fatto, trasformata nella creazione di valore per il solo azionista che ha voce in capitolo nelle assemblee in quanto detiene il

---

<sup>22</sup> Per una più profonda analisi delle problematiche rapidamente delineate, si vedano: LUCIANO GALLINO, *L'impresa irresponsabile*, Giulio Einaudi, Torino 2006; ALFRED RAPPAPORT, *Ways to Create Shareholder Value*, in Harvard Business Review, settembre 2006; MATTEO CAVALIERI, *Finalità e governance nelle imprese. Considerazioni critiche sulle modalità di creazione del valore*, Giappichelli, Torino 2009.

pacchetto di controllo dei voti. A tale azionista i manager hanno fatto riferimento per il comportamento da assumere e per le loro retribuzioni. L'obiettivo perseguito non è più la continuità aziendale, come era auspicato e verificato nella prassi dell'impresa "manageriale", bensì la creazione di valore (in termini di utili e *capital gains*), più fittizio che reale, nell'immediato, per speculare sui dividendi e sulle plusvalenze da realizzo delle azioni.

L'essenza del "fare impresa", le logiche dell'equilibrio a valere nel tempo, la responsabilità verso i soggetti e la società civile hanno lasciato il posto ad una conduzione non imprenditoriale, ma speculativa.

Sembra impossibile che crisi di vasta portata, come quella attuale, possano essere ricondotte, in ultima analisi, a diffuse situazioni di carattere culturale<sup>23</sup>. *Ma è proprio la distorta interpretazione ed applicazione delle finalità attribuite all'impresa la causa prima di comportamenti pericolosi per la continuità aziendale, non contrastati tempestivamente in quanto diffusi e ritenuti accettabili, successivamente degenerati fino alla catastrofe.*

4. Possiamo dunque affermare che una concezione impropria delle finalità aziendali, piegata agli interessi dell'azionista di riferimento e dei manager, ha orientato le scelte verso obiettivi di natura speculativa ed ha prodotto conseguenze devastanti nell'economia globale e nelle imprese coinvolte.

Poiché la bontà delle teorie si riconosce nei fatti e cioè negli effetti che esse producono, sarebbe auspicabile mettere mano ad un cambiamento radicale delle concezioni sul finalismo aziendale e sulla *corporate governance*, sostituendo alle teorie di *management*, og-

---

<sup>23</sup> "Le idee di economisti e filosofi politici, sia quando sono giuste, sia quando sono sbagliate, sono più potenti di quanto comunemente si creda" (JOHN M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt Brace Jovanovic)

gi dominanti<sup>24</sup>, le logiche proprie dell’Economia aziendale, che assegnano alle organizzazioni produttive il compito di “*creare valore per se stesse ed altresì per tutti i soggetti coinvolti nelle vicende produttive*”.

Tale “*creazione di valore*” deve essere collocata in una *dimensione temporale di lungo periodo*. Si sostanzia nella *necessità che il valore economico delle produzioni ottenute, da collocare sui mercati di sbocco o da cedere agli utilizzatori, risulti sistematicamente superiore al valore delle risorse utilizzate nel processo produttivo (equilibrio economico)*. Tale *condizione di equilibrio economico deve realizzarsi nel simultaneo rispetto delle condizioni di equilibrio finanziario, monetario e strategico complessivo<sup>25</sup>, con le quali si pone idealmente “a sistema”*.

---

<sup>24</sup> “Molti degli eccessi peggiori delle recenti pratiche manageriali hanno le loro radici in un corpo di idee emerse dalle *business school* accademiche dei 30 anni passati. ... Sono proprio le idee manageriali e le teorie sostenute dalle scuole di *management* quelle che hanno rafforzato le pratiche che ora condanniamo così vigorosamente.” (SUMANTRA GHOSHAL, *Le cattive teorie manageriali distruggono le buone pratiche*, in Sviluppo e Organizzazione, n. 210, luglio-agosto 2005, p. 51).

<sup>25</sup> Si fa riferimento alle conclusioni del Gruppo di ricerca sul tema “*Oggetto dell’Economia aziendale e della Ragioneria*”, Atti del Convegno SIDREA 2008 (in corso di stampa), ove si precisa che:

- *l’equilibrio finanziario* è inteso come adeguatezza delle composizioni (proporzioni e correlazioni) tra investimenti e fonti;
- *l’equilibrio monetario* è inteso come capacità di onorare sistematicamente le proprie obbligazioni facendo fronte al normale flusso delle uscite monetarie nel tempo;
- *l’equilibrio strategico complessivo* è inteso come posizione di equilibrio simultaneo a fronte dei differenti interlocutori e dei mercati, che si sostanzia nella capacità di creare adeguate strutture e livelli di conoscenza, nonché rapporti collaborativi, flessibili e dinamici correlati alle situazioni interne ed esterne.

In tutte le attività della catena (e della costellazione) del valore si avverte la necessità di superare la logica puramente contrattualistica dei rapporti, per aprire la strada anche a comportamenti di tipo partecipativo (collaborativo). I limitati contenuti etici del rapporto contrattuale (correttezza delle parti nell’adempimento delle rispettive obbligazioni) lascerebbero il campo all’infinito ed imprevedibile potenziale che scaturisce dal dialogo, dalla condivisione dei progetti, dei rischi e delle relative responsabilità e dallo scambio di idee e conoscenze.

*Un’impostazione dei rapporti interni ed esterni orientata a logiche di tipo relazionale, e non solamente basata sugli adempimenti contrattuali, favorirebbe la possibilità di indirizzare l’attività strategica ed operativa verso comportamenti socialmente responsabili, realizzando*

Appare in tutta la sua evidenza la differenza sostanziale tra le impostazioni teoriche richiamate. Le teorie di *management* prevalenti sono orientate a vedere l'*azionista* (ed in ultima analisi soltanto l'*azionista* di riferimento) come principale, per non dire unico, beneficiario dei risultati dell'organizzazione produttiva. Le impostazioni teoriche di Economia aziendale, invece, pongono l'organizzazione stessa e tutti i soggetti interessati come destinatari del valore creato dall'attività produttiva, ma condizionano le modalità della creazione di valore al rigoroso rispetto di condizioni di equilibrio da verificare congiuntamente.

Aldilà degli imprescindibili equilibri finanziari, la condizione di *equilibrio strategico complessivo* implica una serie di decisioni strategiche responsabili, per mantenere l'impresa vincente sui mercati, per assicurare equilibri organizzativi e relazionali, per sviluppare adeguati livelli di conoscenza. Considerando l'impresa come un sistema (e non come un titolo da negoziare realizzando plusvalenze), valorizzando le risorse umane, curando le relazioni e l'ambiente, si aprirebbe la via a comportamenti responsabili orientati alla continuità aziendale, alla ricerca di una redditività distribuita nel tempo, al rifiuto di ogni decisione che non sia rivolta ad incrementare il valore economico del capitale.

Certamente si tratterebbe di un differente modo di condurre l'impresa, rispetto alla realtà attuale, seguendo una logica imprenditoriale che programma ed accetta un flusso di redditi più contenuto ed un rischio consapevole, con la prudenza propria di chi effettua scelte economiche in condizioni di incertezza.

---

*sinergie e creando legami duraturi e profondi con le differenti categorie di portatori di interessi per mantenerli "avvinti" all'economia dell'azienda. Consentirebbe, altresì, di collocare più correttamente nelle attività produttive e di meglio valorizzare quella parte della creazione del valore che nasce da logiche estranee al mercato e ai contratti, si identifica nel volontariato e si ritrova soprattutto nell'attività delle aziende non profit.*

Riportare il soggetto economico ed i manager nell'ambito della razionalità imprenditoriale, ricondurli a valutare gli investimenti in rapporto alla lievitazione del valore economico del capitale e non in funzione dei risultati di breve periodo, contenere il sistema dei rischi ad un livello fisiologico sono esigenze che non possono essere disattese; riportare la responsabilità sociale nell'orientamento strategico di fondo è una condizione necessaria per assicurare uno sviluppo sostenibile.

Le proposte, da molti studiosi ed operatori avanzate, di ridefinire le regole di funzionamento dei mercati, seguendo la tendenza a farle diventare sempre più condivise, sempre più "globali", per renderle compatibili con l'estensione dei mercati stessi, sono certamente utili e necessarie, ma non sufficienti. *Non si può mettere mano ad un capitalismo diverso da quello attuale, che ha prodotto dissesti e tende all'autodistruzione, se non si risolvono i problemi connessi al ruolo, alle finalità e - conseguentemente - ai modelli di governance ed al modo di operare delle organizzazioni produttive di ogni specie e dimensione.*

Ci domandiamo se è possibile questa rivoluzione culturale o se si tratta di rimedi, di suggerimenti che hanno sapore di utopia. Si corre il rischio che nel ripensamento delle regole si esaurisca la capacità (o la volontà) di cambiamento, lasciando inalterate la cultura del fare impresa e le modalità di comportamento dei soggetti, e cioè la cause che hanno giocato un ruolo determinante nel creare ed alimentare la crisi.

Dobbiamo tuttavia rilevare che un modo virtuoso e responsabile di "fare impresa" non è contenuto solamente nelle fantasie di chi lo propone. Esistono e prosperano imprese economicamente e finanziariamente equilibrate, che operano in modo responsabile, che detengono *leadership* sorrette da forti competenze distintive alimentate da continua innovazione. Costituiscono esempi di conduzione imprenditoriale di alto profilo e dimostrano come sia possibile ri-

spettare le regole e creare valore in una logica di continuità aziendale, nell'interesse dei portatori di capitale e di tutti i soggetti implicati nelle vicende produttive<sup>26</sup>.

*Enrico Cavalieri*

Ordinario di Economia aziendale  
Università degli Studi di Roma – Tor Vergata

---

<sup>26</sup> “Perchè non ripensiamo radicalmente il problema della *corporate governance*? Perchè non riconosciamo realmente nelle nostre teorie che le compagnie sopravvivono e prosperano quando prestano attenzione simultaneamente agli interessi dei clienti, dei lavoratori, degli azionisti e forse anche delle comunità in cui operano? Questa prospettiva si trova per esempio nella *stewardship theory* (Davis Schoorman, & Donaldson, 1997); perchè dobbiamo adottare in modo così preponderante la *agency theory* nelle nostre ricerche sulla *corporate governance*, ignorando questa proposta molto più sensibile?” (SUMANTRA GHOSHAL, art. cit., p. 56)

Ci sia consentito sottolineare che la prospettiva auspicata da Ghoshal ha sempre caratterizzato le impostazioni teoriche dell'economia aziendale italiana, ben prima della *stewardship theory*, in una logica sistemica che crea sinergie, valorizza il contributo di tutti gli attori delle vicende produttive mantenendoli “avvinti” all'organizzazione, spinge a privilegiare investimenti e comportamenti che consentono di far lievitare il valore economico del capitale.



DERIVATI E USURA:  
L'UTILIZZO DELLE OPZIONI NELLA COSTRUZIONE DI NEGOZI IN  
FRODE ALLA LEGGE

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Sulle orme di Russell Sage. - 2.1 The usury ring. - 2.2 Put-call parity. - 2.3 Box spread. - 2.4 Swaps, caps, floors. - 3. Alcuni esempi. - 4. Option-adjusted yields. - 5. Conclusioni.

1. I concreti timori che la crisi finanziaria in atto abbia causato una contrazione del credito da parte del sistema bancario, con conseguente crescita dei fenomeni di usura, rendono attuale l'analisi delle modalità con cui i prestiti usurari possono essere "mascherati".

In questo lavoro verranno presi in esame alcuni dei modi in cui è possibile servirsi dei contratti derivati per occultare prestiti di denaro a tassi esorbitanti, aggirando così le disposizioni anti-usura contenute nella Legge 7.3.96 n. 108.

All'esame delle fattispecie più semplici seguirà quello dei casi più complessi, rappresentati dagli *swaps* con contenuti opzionali, molto utilizzati nelle relazioni tra banche ed enti locali. La tesi che si vuole dimostrare è che, in questi casi, per far emergere possibili fenomeni di usura, occorre calcolare i «tassi d'interesse impliciti aggiustati per tener conto del valore delle opzioni presenti nei contratti» (*option-adjusted yields*).

La ricerca di contratti derivati con caratteristiche complesse può anche essere spiegata come il tentativo da parte del mercato di

sottrarsi ai vincoli normativi imposti dall'ordinamento giuridico per i prestiti di denaro. La maggiore complessità dei contratti è un effetto indesiderato della normativa anti-usura che si aggiunge a quello individuato da Montesquieu e da Adam Smith, secondo cui le pene previste per il reato di usura comportano un aumento del costo dei prestiti di denaro:<sup>27</sup>

Chi prende a prestito denaro viene a trovarsi nella condizione di dover corrispondere un interesse come corrispettivo sia per l'uso del denaro sia per il pericolo cui si espone il creditore di incorrere nelle pene previste dalla legge [Montesquieu, 1748].

Il costo del prestito aumenta perché il debitore deve assicurare il creditore contro il rischio che egli incorra nelle pene previste per il reato di usura [Adam Smith, 1776].

2. I derivati sono stati utilizzati per aggirare le norme anti-usura anche in tempi lontani. Così fece, ad esempio, Russell Sage, un finanziere statunitense (1816-1906) il cui patrimonio all'inizio del 1900 raggiunse i \$100 milioni, somma superiore ai \$250 miliardi di oggi. La sua figura è così descritta nell'Enciclopedia Britannica (1963):

SAGE, RUSSELL (1816-1906), finanziere statunitense, nacque il 4 agosto 1816 nella contea di Oneida (New York). Cominciò la sua carriera nel settore alimentare. Nel 1853 acquistò le ferrovie di Troy e di Schenectady dalla città di Troy (New York) e le rivendette alla New York Central railroad. Partecipò allo sviluppo e alla riorganizzazione del-

---

<sup>27</sup> DE SECONDAT, Charles-Louis - Baron de La Brède e de Montesquieu, *The Spirit of Laws*, Part I, Genève, 1748. Translation by Thomas Nugent, Kessinger Publishing Co., p. 398, March 2005. SMITH, Adam, *An Inquiry into the Nature And Causes of the Wealth of Nations*, Book Two ("Of the Nature, Accumulation, and Employment of Stock"), Chapter IV ("Of Stock Lent at Interest"), 1776.

Per altre argomentazioni critiche si veda MASERA, Rainer, "Attenti a non favorire l'usura", *Corriere della Sera*, p. 21, 13 dicembre 1996 e ROCCA, Christian, "Difesa dell'usura", *Il Foglio*, 22 Aprile 1997.

le ferrovie del nord-ovest. Nel 1863 Sage si spostò nella città di New York, dove iniziò ad operare come *dealer* nel mercato delle opzioni (*call* e *put*) e del *call money*. Lavorò con Jay Gould, con cui manipolò le azioni della Union Pacific e di altre società, e fu eletto come rappresentante del «partito liberale» (*Whig*) al Parlamento (1853-57). Sage morì il 22 luglio 1906 lasciando il suo patrimonio alla moglie, MARGARET OLIVIA SLOCUM SAGE (1828-1918). Nel 1907, la Sig.ra Sage creò la fondazione Russell Sage. Nel corso della sua vita, ella fece pubbliche donazioni per \$40.000.000 e diede disposizioni affinché dopo la sua morte (il 4 novembre 1918) venissero donati fondi per \$36.000.000 a diverse istituzioni pubbliche.

Nessuno più di Sage svolse un ruolo di rilievo nello sviluppo delle ferrovie statunitensi (divenne presidente di oltre 20 società ferroviarie). Egli accumulò parte della sua fortuna non solo con operazioni da *investment banker* sulle ferrovie ma anche con operazioni di borsa (ad esempio, utilizzò la tecnica delle vendite allo scoperto – appresa da Jacob Little – per sfruttare il *panic selling* del 1857).

2.1 Secondo Paul Sarnoff – il suo biografo “ufficiale” – Russell Sage era solito prestare denaro a tassi d’interesse compresi tra il 14 e il 20 per cento annuo per le operazioni a lungo termine e a tassi del 40-80 per cento annuo per le operazioni a breve termine.<sup>28</sup> Nel 1867, Russell Sage venne accusato di essere il *leader* del «circolo dell’usura» (*usury ring*) e venne arrestato, insieme ad altri nove uomini d’affari:<sup>29</sup>

---

<sup>28</sup> Cfr. SARNOFF, Paul, *Russell Sage: the Money King*, p. 119, New York: Ivan Obololensky, Inc., 1965.

<sup>29</sup> Cfr. GALAI, Dan e GOULD, John P., “Transaction Costs and the Relationship between Put and Call Prices”, *Journal of Financial Economics*, 1, 105-29, 1974. Si veda anche BARONE, GAIA, *Arbitraggi e Algebra di Garman*, tesi di laurea, Capitolo 2, p. 12, Luiss-Guido Carli, 18 luglio 2005.

Sage aveva concesso ad un *broker* un prestito mensile ad un tasso annuo del 7 per cento. Dato che non era in grado di restituire il capitale preso in prestito, il *broker* chiese una dilazione di un mese. Sage acconsentì volentieri alla richiesta ma aumentò il tasso in misura pari all'1 per cento, a titolo di mora. Sfortunatamente, l'integrazione fece superare al tasso d'interesse il livello massimo del 7 per cento e Sage venne ritenuto colpevole di aver violato la legge anti-usura dello Stato di New York.

L'episodio è stato così descritto, con maggiori dettagli, da Sarnoff:<sup>30</sup>

Nell'estate del 1869 Edward P. Scott, un *broker* di titoli azionari, chiese in prestito \$230.000 al «Re di Denari» (*Money-King*) [Russell Sage]. Il prestito doveva essere rimborsato dopo 1 mese al tasso del 7 per cento, maggiorato delle consuete «provvigioni» (*service charges*). Quando giunse la scadenza, Scott non fu in grado di far fronte ai propri impegni e chiese una dilazione di 1 mese. Grazie alla bontà del suo cuore (e del suo portafoglio), Sage concesse la dilazione e aggiunse al 7 per cento un 1 per cento a titolo di «mora» (*late charge*). Quando giunse la fine del secondo mese, il *broker* si rifiutò di restituire il capitale ricevuto in prestito. Sage gli fece causa e Scott si difese accusandolo di usura.

Il massimo della pena era di \$1.000 e/o 6 mesi di carcere. A ciascun imputato fu comminata una multa di \$250. Russell Sage e George Watts – un *broker* – furono anche condannati a 5 giorni e a 10 giorni di carcere, rispettivamente. La sentenza di detenzione, emanata dal giudice Albert Cardozo, non venne però mai eseguita.

2.2 In seguito alla condanna, Russell Sage comprese che doveva apportare qualche cambiamento al suo *modus operandi* se voleva

---

<sup>30</sup> Cfr. SARNOFF, Paul, *op. cit.*, p. 131.

continuare a prestare denaro a tassi superiori a quelli massimi previsti dalle norme anti-usura. Avendo ben appreso il funzionamento delle opzioni, tanto da essere considerato il «padre» (*father*) di *calls* e *puts*, cominciò a utilizzare le opzioni per mascherare i prestiti di denaro a tassi usurari. Sage inventò un'apposita «trasformazione» (*conversion*):<sup>31</sup>

Per evitare problemi per il futuro, Sage mise a punto una nuova strategia. Se il cliente desiderava un prestito per acquistare azioni, Sage stesso avrebbe acquistato le azioni e gli avrebbe venduto una *call* ricevendo in cambio una *put* ...

Più chiaramente:<sup>32</sup>

Piuttosto che dare in prestito al cliente – a tassi usurari – il denaro occorrente all'acquisto di 100 azioni, «zio» (*uncle*) Russell comprava lui stesso le 100 azioni e si proteggeva acquistando una *put* dal cliente. Quindi vendeva al cliente una *call* sulle azioni che aveva acquistato.

È facile vedere che il portafoglio costruito da Sage (in cui l'acquisto di un'azione e di una *put* viene parzialmente finanziato con la vendita di una *call*) equivale alla concessione di un finanziamento a tasso fisso, ossia all'acquisto di un'«obbligazione a cedola nulla» (*zero-coupon bond*). Il modo più semplice per comprendere l'equivalenza è quello di rappresentare in una tavola il valore finale del portafoglio e dello *zero-coupon bond* in funzione del prezzo dell'azione.

Si consideri, ad esempio, la Tavola 1, dove  $B_0$  è il prezzo corrente (al tempo 0) dello *zero-coupon bond* con valore nominale  $K$  e scadenza  $T$ , mentre  $S_0$  è il prezzo corrente dell'azione. Inoltre,  $c_0$  e  $p_0$  indicano, rispettivamente, i prezzi correnti delle opzioni *call* e *put*, con *strike*  $K$  e scadenza  $T$ , scritte sull'azione. Infine,  $S_T$  è il prezzo dell'azione al tempo  $T$ .

Tavola 1 *Put-call parity I (opzioni e sottostante)*

<sup>31</sup> Cfr. GALAI, Dan e GOULD, John P., *op. cit.*, p. 106.

| Tempo 0 | Tempo $T$ |              |
|---------|-----------|--------------|
|         | $S_T < K$ | $K \leq S_T$ |
| $S_0$   | $S_T$     | $S_T$        |
| $-c_0$  | 0         | $-(S_T - K)$ |
| $p_0$   | $K - S_T$ | 0            |
| $B_0$   | $K$       | $K$          |

La Tavola 1 mostra che il valore del portafoglio al tempo  $T$  è sempre uguale al valore nominale,  $K$ , dello *zero-coupon bond* [se  $S_T < K$  si ha  $S_T + 0 + (K - S_T) = K$ , altrimenti se  $S_T \geq K$  si ha  $S_T - (S_T - K) + 0 = K$ ]. Di conseguenza, affinché non esistano opportunità di arbitraggio, il valore corrente del portafoglio deve essere sempre uguale al valore corrente,  $B_0$ , dello *zero-coupon bond*.

L'equivalenza mostrata nella tavola non è altro che la *put-call parity*, che era evidentemente ben nota a Russell Sage:

$$S_0 - c_0 + p_0 = B_0. \quad (1)$$

Sage utilizzò la *put-call parity* per aggirare la legislazione anti-usura: acquistava dal cliente un'obbligazione al prezzo,  $B_0$ , molto basso (e quindi con tasso d'interesse molto elevato) per poi esigere a scadenza il pagamento del valore nominale,  $K$ . L'obbligazione veniva mascherata utilizzando un portafoglio composto da un'azione e da due opzioni *call* e *put*, la prima corta (ossia "venduta") e la seconda lunga (ossia "comprata"), scritte sull'azione. La scadenza delle opzioni era pari alla vita del prestito e il loro prezzo d'esercizio corrispondeva al capitale da esigere a scadenza.

La tecnica escogitata da Sage può anche essere vista come un pronti contro termine o un contratto di riporto: egli acquistava le azioni a pronti, al prezzo *spot*  $S_0$ , e le rivendeva a termine, al prezzo *forward*  $F_0 = K$ . Quest'ultima operazione (la vendita a termine, ossia un *forward* corto) veniva sinteticamente realizzata con l'acquisto di

<sup>32</sup> Cfr. SARNOFF, Paul, *op. cit.*, p. 137.

una *put* e la vendita di una *call*. In effetti, la relazione (1) può anche essere scritta nel modo seguente:

$$S_0 - f_0 = B_0 \quad (2)$$

dove  $-f_0$  è il valore corrente del contratto *forward* corto:

$$-f_0 = p_0 - c_0. \quad (3)$$

La Tavola 2 verifica la relazione (3), che rappresenta quindi un modo alternativo per esprimere la *put-call parity*.

Tavola 2 *Put-call parity II (opzioni e forward)*

| Tempo 0 | Tempo $T$ |              |
|---------|-----------|--------------|
|         | $S_T < K$ | $K \leq S_T$ |
| $p_0$   | $K - S_T$ | 0            |
| $-c_0$  | 0         | $-(S_T - K)$ |
| $-f_0$  | $K - S_T$ | $K - S_T$    |

2.3 Quello che si è visto non è certo l'unico modo in cui si può mascherare un *bond* facendo ricorso alle opzioni (chiamate *privileges* ai tempi di Sage). Un altro è il cosiddetto *box spread*. Invece di acquistare uno *zero-coupon bond* con valore nominale  $K_2 - K_1$  ( $K_1 < K_2$ ) si acquista un portafoglio composto da quattro opzioni, con la stessa scadenza  $T$ , scritte sulla stessa attività: una *call* lunga con *strike*  $K_1$ , una *call* corta con *strike*  $K_2$ , una *put* corta con *strike*  $K_1$  e una *put* lunga con *strike*  $K_2$ .

In altri termini, se  $B_0$  è il prezzo di uno *zero-coupon bond* con valore nominale  $K_2 - K_1$ , si ha

$$c_1 - c_2 - p_1 + p_2 = B_0 \quad (4)$$

dove gli indici di  $c$  e  $p$  indicano i rispettivi *strikes* ( $K_1$  o  $K_2$ ).

Come si vede dalla Tavola 3, il valore finale del portafoglio è sempre uguale a  $K_2 - K_1$ , quale che sia l'evoluzione del prezzo del sottostante tra il tempo 0 e il tempo  $T$ .

Tavola 3 Valore finale di un *box spread*.

| <i>Opzione</i>                            | $S_T < K_1$    | $K_1 \leq S_T < K_2$ | $K_2 \leq S_T$ |
|---|----------------|----------------------|----------------|
| <i>call</i> lunga con <i>strike</i> $K_1$ | 0              | $S_T - K_1$          | $S_T - K_1$    |
| <i>call</i> corta con <i>strike</i> $K_2$ | 0              | 0                    | $-(S_T - K_2)$ |
| <i>put</i> corta con <i>strike</i> $K_1$  | $-(K_1 - S_T)$ | 0                    | 0              |
| <i>put</i> lunga con <i>strike</i> $K_2$  | $K_2 - S_T$    | $K_2 - S_T$          | 0              |
|   | $K_2 - K_1$    | $K_2 - K_1$          | $K_2 - K_1$    |

Un altro modo per esprimere il *box spread* è quello di considerarlo come la risultante di due *strangles*, uno lungo *in the money* è l'altro corto *out of the money* (lo *strangle* è la combinazione di una *call* con una *put* avente uguale scadenza ma diverso prezzo d'esercizio). Infatti, dalla (4) si ha

$$(c_1 + p_2) - (c_2 + p_1) = B_0. \quad (5)$$

È possibile che Russell Sage abbia utilizzato anche i *box spreads* per mascherare i suoi finanziamenti. A lui viene infatti attribuita l'invenzione degli *strangles*, oltre che degli *straddles*.<sup>33</sup>

Il *box spread* equivale ad un portafoglio composto da due contratti *forward*, uno lungo con prezzo di consegna  $K_1$  e l'altro corto con prezzo di consegna  $K_2$ . Infatti, dalla (4) si ha

$$(c_1 - p_1) - (c_2 - p_2) = B_0. \quad (6)$$

Inoltre, per la *put-call parity* (1), si ha

$$(c_1 - p_1) = f_1 \text{ e } (c_2 - p_2) = f_2 \quad (7)$$

dove  $f_1$  e  $f_2$  indicano il valore di due contratti *forward* con prezzi di consegna pari, rispettivamente, a  $K_1$  e a  $K_2$ .

Pertanto, sostituendo la (7) nella (6) si ottiene

$$f_1 - f_2 = B_0. \quad (8)$$

La relazione (8) mostra che il prestito di un importo pari a  $B_0$  equivale ad un portafoglio composto da due contratti *for-*

<sup>33</sup> Cfr. SARNOFF, Paul, *op. cit.*, p. 238 (lo *strangle* è il denominazione corrente per il termine *spread* utilizzato da Sarnoff).



*ward*, uno lungo con prezzo di consegna  $K_1$  e l'altro corto con prezzo di consegna  $K_2$ .

2.4 Le leggi anti-usura possono anche essere aggirate utilizzando *swaps*, *caps* e *floors*. A volte, l'ordinario prestito a tasso fisso di un importo pari a  $B_{fx}$  viene scomposto in due distinte operazioni: un comune prestito a tasso variabile di un importo pari a  $B_{fl}$  e un *interest-rate swap*, con valore pari a  $V_{swap}$ , in cui il cliente paga il fisso e riceve il variabile:<sup>34</sup>

$$B_{fl} - V_{swap} = B_{fx}. \quad (9)$$

Il tasso variabile che il cliente riceve grazie allo *swap* compensa il tasso variabile del prestito originario. Resta quindi da pagare il fisso previsto dallo *swap*.

È difficile che un'operazione così definita possa consentire di praticare al cliente un tasso usuraio. Essa è sufficientemente trasparente ed è quindi difficile che il tasso fisso previsto dallo *swap*, ossia lo *swap rate*, possa discostarsi eccessivamente dalle quotazioni di mercato. A volte, però, i contratti prevedono clausole a contenuto opzionale, come *caps* e *floors*, che aggiungono "opacità" al prodotto.

La tecnica usata è simile a quella escogitata da Russell Sage: un prestito di denaro a tasso fisso può essere mascherato da un portafoglio composto da un prestito a tasso variabile e da un *collar*. A sua volta, il *collar* è formato da un *floor* lungo e un *cap* corto. Il *cap* è un portafoglio di *caplets*, ossia di opzioni *call* su tassi d'interesse, mentre il *floor* è un portafoglio di *floorlets*, ossia di opzioni *put* su tassi d'interesse. Se  $V_{cap}$  e  $V_{floor}$  indicano il valore di un *cap* e di un

<sup>34</sup> In altri casi, è il prestito a tasso variabile che viene scomposto in due distinte operazioni: un comune prestito a tasso fisso e un *interest-rate swap* in cui il debitore paga il variabile e riceve il fisso.

*floor* con uguale *strike*, la relazione equivalente alla *put-call parity* (3) è:<sup>35</sup>

$$-V_{swap} = V_{floor} - V_{cap} \quad (10)$$

Sostituendo la (10) nella (9) si ha

$$B_{fl} + V_{floor} - V_{cap} = B_{fx}. \quad (11)$$

La relazione (11) mostra che un prestito a tasso fisso può essere replicato da un portafoglio composto da un prestito a tasso variabile e da un *collar*.

3. Per illustrare quanto esposto nel paragrafo precedente, possono essere utili alcuni esempi.

Il primo esempio mostra la tecnica posta in essere da Russell Sage, attraverso l'utilizzo della *put-call parity*.

#### Esempio 1

Supponiamo di voler concedere ad un cliente un finanziamento a 1 anno di \$1 destinato all'acquisto di un'azione, che non paga dividendi, il cui prezzo corrente,  $S_0$ , è pari a \$1 e la cui volatilità,  $\sigma$ , è pari al 20%. Il tasso,  $r$ , a cui intende concedere il prestito è pari all'8 per cento (composto continuamente), ben più elevato del tasso corrente di mercato,  $r_{mkt}$ , pari – ad esempio – al 5 per cento. In tal caso, il valore corrente,  $B_0$ , dello *zero-coupon bond* emesso dal cliente è pari a \$1 e il valore nominale,  $K$ , è pari a

$$K = B_0 e^{rT} = \$1 \times e^{0,08 \times 1} = \$1,08329.$$

Per aggirare la normativa anti-usura possiamo mascherare il finanziamento facendo ricorso alle opzioni. I valori,  $c_0$  e  $p_0$ , di due opzioni *call* e *put*, con scadenza  $T = 1$  anno e prezzo d'esercizio  $K = \$1,08329 (= \$1 e^{0,08 \times 1})$ , scritte sull'azione sono pari a \$0,07966 se  $r = 8\%$  [contro \$0,06655 se – ad esempio –  $r_{mkt}$  è pari al 5%]. Invece di acquistare dal cliente lo *zero-coupon bond*, acquistiamo l'azione a \$1 e la *put* a \$0,07966 mentre vendiamo la *call* a \$0,07966. Il corrispettivo pagato al cliente (ossia il finanziamento) è chiaramente pari a \$1 (= \$1 per l'azione + \$0,07966 per la

<sup>35</sup> Si veda HULL, John C., *Opzioni, Futures e Altri Derivati*, 7<sup>a</sup> ed., Capitolo 28, p. 702, Pearson Paravia Bruno Mondadori, marzo 2009.

*put* – \$0,07966 per la *call*). Alla scadenza, se il prezzo dell'azione,  $S_T$ , è minore o uguale a  $K$ , esercitiamo la *put*. Pertanto, consegniamo l'azione e riceviamo  $K = \$1,08329$  dal cliente (che abbandona la *call*, il cui esercizio non è conveniente). Se invece il prezzo dell'azione,  $S_T$ , è maggiore di  $K$ , il cliente esercita la *call* e noi (che abbandoniamo la *put*) gli consegniamo l'azione, dietro versamento del prezzo d'esercizio,  $K = \$1,08329$ . Pertanto, in entrambi i casi ( $S_T \leq K$  e  $S_T > K$ ) incassiamo  $K = \$1,08329$  a fronte del finanziamento iniziale di \$1. Pertanto, il tasso d'interesse risulta pari all'8% per cento (composto continuamente), quale che sia l'evoluzione del prezzo dell'azione.

Il secondo esempio illustra il pronti contro termine.

### Esempio 2

Supponiamo di voler concedere ad un cliente un finanziamento a 1 anno di \$1 ad un tasso,  $r$ , pari all'8 per cento (composto continuamente), ben più elevato del tasso di mercato,  $r_{mkt}$ , che è pari – ad esempio – al 5 per cento. Sia  $S_0 = \$1$  il prezzo corrente di un'azione che non paga dividendi. Per aggirare la normativa anti-usura possiamo mascherare il finanziamento acquistando l'azione dal cliente a \$1 ed entrando in un contratto *forward* corto in cui ci impegniamo a rivendergli l'azione a \$1,08329 ( $= \$1 e^{0,08 \times 1}$ ) tra 1 anno. Il prezzo *forward* pattuito è ben più elevato di quello di mercato, pari a \$1,05127 ( $= \$1 e^{0,05 \times 1}$ ) se  $r_{mkt} = 0,05$ . Invece di acquistare dal cliente lo *zero-coupon bond*, acquistiamo a pronti l'azione a \$1 e la rivendiamo a termine a \$1,08329. Il corrispettivo pagato al cliente (ossia il finanziamento) è pari a \$1 ( $= \$1$  per l'azione + \$0 per il *forward*). Alla scadenza – tra 1 anno – consegneremo l'azione al cliente e incasseremo il prezzo *forward* pattuito ( $F_0 = \$1,08329$ ). Pertanto, il tasso d'interesse implicito (composto continuamente) è pari all'8% [ $= \ln(\$1,08329 / \$1)$ ].

Il terzo esempio illustra il *box spread*.

### Esempio 3

Supponiamo di voler concedere ad un cliente un finanziamento a 1 anno di \$1, ad un tasso dell'8 per cento (composto continuamente). Supponiamo che il prezzo corrente,  $S_0$ , di un'azione che non paga dividendi sia pari a \$1 e che la sua volatilità,  $\sigma$ , sia pari al 20%. Per aggirare la normativa anti-usura, acquistiamo dal cliente a \$1 un portafoglio composto da 4 opzioni con scadenza tra 1 anno: una *call* lunga con *strike*  $K_1 = \$1,058883$ ; una

*call* corta con *strike*  $K_2 = \$1,069716$ ; una *put* corta con *strike*  $\$1,058883$  e una *put* lunga con *strike*  $K_2 = \$1,069716$ . Il valore delle singole opzioni, calcolato con la formula di Black-Scholes – sulla base di un tasso d'interesse dell'8 per cento (composto continuamente) – è il seguente:

$c_1 = \$9,0531$ ;  $c_2 = \$8,5577$ ;  $p_1 = \$6,8003$  e  $p_2 = \$7,3050$ .

Pertanto, il valore corrente del portafoglio è pari a  $\$1$  ( $= \$9,0531 - \$8,5577 - \$6,8003 + \$7,3050$ ). Come mostra la Tavola 3, il valore del portafoglio alla scadenza è sempre uguale a  $K_2 - K_1 = \$1,0833$  ( $= \$106,9716 - \$105,8883$ ). Pertanto, il tasso d'interesse implicito (composto continuamente) è pari all'8% [ $= \ln(\$1,0833 / \$1)$ ].

#### 4. Secondo Sarnoff, il sistema escogitato da Sage lo metteva al riparo da qualsiasi rischio legale:

In questo modo Sage non poteva né rimetterci in caso di ribasso del prezzo dell'azione, perché avrebbe esercitato la *put* acquistata dal cliente, né poteva guadagnarci in caso di rialzo, dato che aveva venduto al cliente una *call*! E non c'era legge nello Stato di New York che prevedeva quanto Sage avrebbe dovuto chiedere al cliente come corrispettivo della *call* che gli aveva venduto.

Si possono davvero eludere le norme anti-usura facendo ricorso ai derivati? Ad avviso di chi scrive, i derivati non sono che portafogli di attività elementari e vanno quindi scomposti per farne emergere caratteristiche e funzioni economiche.<sup>36</sup>

Per essere efficaci ed evitare fenomeni di elusione, le norme anti-usura dovrebbero aver per oggetto non solo i prestiti tradizionali, ma anche i «prestiti sintetici» (*synthetic loans*), ossia quelle operazioni che – nella sostanza, anche se non nella forma – equivalgono a prestiti usurari.<sup>37</sup>

<sup>36</sup> Cfr. BARONE, Emilio, "Derivati complessi come portafogli di attività elementari", in G. Di Giorgio e C. Di Noia (a cura di), *Intermediari e mercati finanziari*, Il Mulino, ottobre 2004.

<sup>37</sup> Cfr. KNOLL, Michael S., "Put-Call Parity and the Law", *Cardozo Law Review*, vol. 24, no.1, pp. 61-91, 2002.

Se quest'interpretazione è corretta, anche le condizioni contrattuali degli *swaps* dovrebbero essere coerenti con la legislazione anti-usura, secondo la quale i tassi non devono superare di oltre la metà quelli «effettivi globali medi» rilevati trimestralmente dalla Banca d'Italia (Tavola 4).

Tavola 4 Tassi di interesse effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura.

| <i>Mutui<br/>con garanzia ipotecaria</i> | <i>Tassi medi<br/>(su base annua)</i> | <i>Tassi medi<br/>aumentati della metà</i> |
|--|---------------------------------------|--|
| - a tasso fisso                          | 5,39                                  | 8,085                                      |
| - tasso variabile                        | 5,45                                  | 8,175                                      |

Fonte: Banca d'Italia, *Comunicato Stampa*, 29 dicembre 2008.

La verifica è semplice nel caso degli *swaps* standard, nei quali il *floater* viene scambiato con il *fixed-rate bond*, ma è più complessa nel caso degli *swaps* che contengono clausole a contenuto opzionale. In questi casi andrebbe calcolato il «tasso d'interesse implicito aggiustato per tener conto del valore delle opzioni presenti nei contratti» (*option-adjusted yield*). È questo il tasso che dovrebbe essere preso in considerazione ai fini del rispetto delle soglie fissate dalla legge anti-usura.

Per determinare l'*option-adjusted yield* (OAY) occorre utilizzare una procedura iterativa:

- (a) stimare la «struttura per scadenza dei tassi d'interesse su titoli a cedola nulla» (*zero curve*) e la «struttura per scadenza delle volatilità dei tassi d'interesse su titoli a cedola nulla» (*volatility curve*);
- (b) determinare i pagamenti attesi dello *swap*, inclusi quelli relativi alle «opzioni incorporate» (*embedded options*), in modo coerente con le condizioni espresse dalla *zero curve* e dalla *volatility curve*;

- (c) determinare il valore dello *swap* attualizzandone i pagamenti attesi in base alla *zero curve*;
- (d) ripetere i passi (b) e (c), effettuando ogni volta uno spostamento parallelo della *zero curve*, finché il valore dello *swap* non risulta nullo (o pari all'eventuale *up-front* iniziale);
- (e) calcolare l'*option-adjusted yield* (OAY) dello *swap* come tasso d'interesse che rende nullo (o pari all'eventuale *up-front*) il valore attuale dei pagamenti attesi determinati nell'ultima iterazione.

Senza entrare in argomenti tecnici che esulano dal contesto di questo lavoro, basta qui accennare che i pagamenti attesi dalle opzioni su tassi d'interesse dipendono non solo dal livello corrente e prospettico dei tassi d'interesse ma anche dalle volatilità attese dei futuri tassi d'interesse. Queste ultime sono di difficile determinazione. Il metodo standard è quello di utilizzare volatilità coerenti con le *flat volatilities* dei *caps* (o, indifferentemente, dei *floors*) quotate dai *traders* sulla base del modello di Black.<sup>38</sup>

5. In conclusione, l'utilizzo dell'ingegneria finanziaria per aggirare le norme anti-usura non è nuovo, come dimostra il caso Russell Sage. Per tutelare l'efficacia delle norme è opportuno verificare che i derivati non vengano utilizzati per fini che contrastano con gli obiettivi del legislatore.

---

<sup>38</sup> Queste volatilità, che variano in funzione della vita residua del *cap*, sono dette *flat* perché è la stessa volatilità che viene utilizzata per valutare i diversi *caplets* di cui il *cap* è composto. Dalle *flat volatilities* è comunque possibile ricavare le *spot volatilities*, valide per i singoli *caplets*, che sono necessarie per valutare le opzioni con caratteristiche fuori standard. Si veda HULL, JOHN C., *Opzioni, Futures e Altri Derivati*, Capitolo 28, Pearson Paravia Bruno Mondadori, marzo 2009.

In particolare, nel caso degli swaps, occorre verificare che il valore delle opzioni incorporate sia in linea con le condizioni di mercato ed evitare, in ultima analisi, che le opzioni vengano utilizzate per rendere poco trasparente l'effettivo costo dei finanziamenti.

*Emilio Barone*

Docente di Economia del mercato mobiliare  
presso l'Università Luiss G. Carli di Roma

*Gennaro Olivieri*

Ordinario di Matematica Finanziaria  
presso l'Università Luiss G. Carli di Roma

## MERCATO ASSICURATIVO E SISTEMA DEI CONTROLLI PUBBLICI

SOMMARIO: 1. Mercato assicurativo e controlli pubblici. - 2. L'evoluzione legislativa. - 3. Il codice delle assicurazioni e la legge sulla tutela del risparmio. - 4. Struttura dell'Isvap. - 5. Finalità e limiti del controllo. - 6. Importanza della cultura assicurativa

1. Nel mercato assicurativo e riassicurativo italiano (qualificabile, sulla scorta dell'art. 1882 cod. civ., come il luogo in cui risultano attivi imprese e intermediari che soddisfano istanze di tutela contro il rischio patrimoniale prodotto da un sinistro o a fini previdenziali) sono attive 166 imprese nazionali ed estere sottoposte alla supervisione dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private e di interesse collettivo (d'ora in avanti Isvap). Sono altresì presenti 74 rappresentanze di imprese in regime di libertà di stabilimento e 903 imprese in regime di libera prestazione di servizi. Gli intermediari iscritti nel Registro Unico di cui all'art. 109 del codice delle assicurazioni (portato dal d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209) ammontano a oltre duecentoquarantamila, numero davvero molto elevato, anche nella comparazione con altri paesi dell'Unione<sup>1</sup>.

Con una raccolta premi pari a oltre 94 miliardi di euro, il mercato domestico risulta tra i più rilevanti a livello europeo. Ha fatto tuttavia registrare, nel 2008, una flessione globale pari a circa il 7 per cento rispetto al 2007 (già in decremento nel raffronto con gli anni precedenti). Ciò, sotto diversi versanti, conferma che l'Italia resta un paese relativamente sottoassicurato, con “notevoli possibilità di sviluppo e ... vuoti da colmare, primi fra tutti le esigenze conse-

---

<sup>1</sup> Isvap, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2008*, Roma, 2009, *Considerazioni conclusive*, pagg. 1 – 121.



guenti all'invecchiamento della popolazione, al progressivo venir meno del c.d. *welfare state* di matrice pubblica e alle calamità naturali, e ricordare che la piena soddisfazione di tali esigenze richiede il contestuale coinvolgimento del settore pubblico e di quello privato<sup>2</sup>.

L'interesse pubblico alla supervisione è risalente; addirittura più risalente del controllo sull'intermediazione bancaria. I primi interventi legislativi sono riconducibili a un r.d.l. del 29 aprile 1923, n. 966 (convertito in l. 17 aprile 1925, n. 473) che affidava poteri amministrativi all'allora Ministero dell' Industria, Commercio e Artigianato; poteri poi affidati ad un'apposita direzione generale, alle cui dipendenze era posto un nucleo ispettivo inquadrato in un apposito ruolo tecnico<sup>3</sup>.

Solo a partire dagli inizi degli anni ottanta del novecento il Paese si dota di un organico assetto disciplinare del settore considerato. L'evento più diffusamente additato a causa prossima della regolazione legislativa è rappresentato dall'introduzione dell'assicurazione obbligatoria per i danni da circolazione automobilistica.

Viene, con la l. n. 576 del 12 agosto 1982, istituito l'Isvap. A conferma delle incertezze sull'estensione dell'intervento pubblico – e, forse, sulle stesse sue dinamiche istituzionali – l'Isvap assume la natura di “braccio operativo e specializzato” del Ministero dell'Industria nello svolgimento delle funzioni tecniche di vigilanza, con compiti meramente preparatori e strumentali rispetto al dicastero, ai cui poteri di direttiva e di vigilanza risultava sottoposto.

Le caratteristiche strutturali e tipologiche delle c.d. autorità amministrative indipendenti ed i loro specifici indicatori sono – per

---

<sup>2</sup> Isvap, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2008*, Roma, 2009, *Considerazioni conclusive*, p. 15.

<sup>3</sup> Sul punto v., *funditus*, G. SANGIORGIO, *Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private di interesse collettivo*, in *Enc. giur. Treccani*. Più di recente cfr. A. LONGO, *Commento sub art. 5 ne AA.VV., Il codice delle assicurazioni private*, diretto da F. CAPRIGLIONE, I, PADOVA, 2007, p. 38 ss.

il neo istituito organo di vigilanza – decisamente distanti, nonostante la presenza nell’ordinamento dell’epoca di modelli di autorità indipendenti c.d. “di primo livello”, tra le quali si è soliti indicare prevalentemente (se non esclusivamente) la Consob. Mette peraltro conto osservare come la stessa “prima Consob”, priva di personalità giuridica di diritto pubblico e con poteri certo non ampi, scontasse una manifesta soggezione al Governo, essendo le relative delibere soggette all’approvazione dell’esecutivo, che su di esse esercitava un pervasivo controllo tanto di legittimità quanto di merito<sup>4</sup>.

Le conclusioni della dottrina giuridica erano, quanto alla qualificazione della natura dell’Isvap, prevalentemente nel senso della sua riconduzione alla categoria degli enti pubblici economici strumentali posti alle dipendenze del ministero. E tuttavia, a fronte di tale riduttiva caratterizzazione, viene fin da subito singolarmente conferita all’Istituto, in maniera palesemente contraddittoria rispetto alla sua dipendenza ministeriale, una completa e specifica autonomia patrimoniale, contabile e finanziaria.

In sintesi, l’assetto dei controlli dell’epoca consisteva: *i*) nell’attribuzione al CIPE degli indirizzi programmatici della politica assicurativa e al Ministero dell’Industria dei poteri attuativi dell’indirizzo amministrativo della politica assicurativa, nonché dei poteri di direttiva e di vigilanza nei confronti dell’Isvap; *ii*) nel conferimento all’Isvap delle sole funzioni (strumentali e ancillari rispetto alle attribuzioni ministeriali) tassativamente previste dal legislatore, residuando ogni altra competenza atipica in capo al Ministero.

2. Questa linea di politica del controllo pubblico dei mercati assicurativi muta radicalmente, fino quasi a capovolgersi, nel corso degli anni novanta, soprattutto in ragione dei più incisivi impegni comunitari tesi a garantire l’estrinsecarsi dei diritti di iniziativa economica privata e la creazione di mercati regolati di concorrenza. Da

---

<sup>4</sup> Cfr. d.l. n. 95/74, convertito dalla l. n. 216/74.

ciò l'emersione del diverso assetto della supervisione attribuita in via esclusiva alle competenze delle figure soggettive appartenenti alla categoria tipologica delle autorità amministrative indipendenti; fenomeno sul piano euristico riconducibile, ad avviso della più accreditata dottrina, alla "rivolta del mercato" contro la progressiva *amministrativizzazione* dell'economia<sup>5</sup>.

Struttura, obiettivi, natura di questi organismi naturalmente esulano dall'oggetto di questo scritto. Per ciò che qui rileva, basti solo sommariamente ricordare che le forme d'intervento di siffatti enti pubblici sono, diversamente dall'approccio pianificatore del passato, ispirate all'accettazione della logica del mercato, coerente alla quale è l'introduzione di correttivi amministrativi tesi a eliminare gli effetti negativi della libera concorrenza (e i corrispondenti "fallimenti del mercato") prevalentemente in tre possibili direzioni: garantire la trasparenza del mercato; garantire la stabilità degli operatori finanziari; assicurare la tutela dei contraenti più deboli<sup>6</sup>.

In tale cornice si collocano dapprima la l. n. 20 del 9 gennaio 1991, con la quale vengono ampliate le attribuzioni dell'Isvap attraverso l'introduzione di poteri di supervisione dei processi partecipativi sia nelle imprese di assicurazione che da parte di queste ultime; poi il d.p.r. n. 385/1994 (c.d. "decreto Cassese") che generalizza le competenze dell'Isvap ad adottare i provvedimenti relativi alle funzioni di vigilanza e controllo (tra i quali, in particolare, quelli autorizzatori, quelli approvativi delle modalità di fusione, quelli decadenziali), con conseguente circoscrizione delle competenze ministeriali alla gestione degli albi, all'approvazione dei piani di risanamento delle imprese, allo scioglimento degli organi sociali, alla revoca

---

<sup>5</sup> F. MERUSI, *Considerazioni generali sulle amministrazioni indipendenti*, in AA.VV., *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Milano, 1993, p. 154.

<sup>6</sup> Per una sintesi aggiornata dei profili strutturali delle autorità amministrative indipendenti, segnatamente dopo l'importante pronuncia di Cons. Stato, n. 2004/2006, v. E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà e regolazione dell'iniziativa economica privata. Dal controllo statale a quello delle autorità amministrative indipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, p. 257 ss..

dell'autorizzazione con conseguente sottoposizione dell'impresa alle procedure liquidatorie della legge speciale; infine, dopo le discipline attuative delle direttive comunitarie sul c.d. passaporto europeo (dd. lgs. nn. 174 e 175/1995), il fondamentale decreto legislativo 13 ottobre 1998, n. 373.

Con tale ultimo provvedimento: *i)* tutte le residue funzioni e competenze ancora in capo al Ministero vengono definitivamente trasferite all'Isvap, il quale le esercita in piena autonomia giuridica, patrimoniale, contabile, organizzativa e gestionale, nel rispetto esclusivo del proprio ordinamento; *ii)* scompare il potere di direttiva e vigilanza sull'Isvap da parte del Ministero, così come il potere del CIPE di stabilire gli indirizzi della politica assicurativa; *iii)* si rafforza il ruolo istituzionale dell'Isvap sia in chiave sovranazionale e, più specificamente, europea (prevedendosi la sua interlocuzione con altre autorità di settore) sia in chiave domestica (introducendosi forme di collaborazione con altre autorità amministrative indipendenti) *iv)* viene soppresso il collegio dei revisori, organo di controllo dell'ente di nomina governativa, prevedendosi la sola sottoposizione dell'Istituto al controllo della Corte dei Conti; *v)* si conferisce all'Isvap una funzione consultiva e di segnalazione nei confronti del governo e del parlamento, ai quali l'Istituto è tenuto a relazionare annualmente.

3. Il codice delle assicurazioni private rappresenta la puntata conclusiva della descritta evoluzione settoriale. Il codice raccoglie, coordina, integra la frammentaria disciplina vigente in un unico corpo normativo (e rende così effettivo il principio di *inescusabilità* dell'ignoranza della legge). Sancisce, anche per il mercato assicurativo, il ricorso alla delegificazione quale elastico e rapido strumento di governo disciplinare delle dinamiche del mercato. Adegua la norma di diritto interno alle evoluzioni del diritto assicurativo euro-

peo. Uniforma la legislazione settoriale assicurativa a quelle della banca e della finanza, regolate dai corrispondenti testi unici. Sotto versanti più generali, il *corpus* normativo codificato agli inizi di questo millennio finalmente conferisce - al netto di improprietà lessicali, refusi, difetti di coordinamento interno purtroppo ricorrenti nella ormai “diluviale” legislazione nuova - indubbi elementi di modernità e di stabilità normativa al mercato assicurativo, in grado di poterne giustificare un’efficace comparabilità con le legislazioni più avanzate, anche in una logica di c.d. “concorrenza tra gli ordinamenti”.

Provando a indicare le caratteristiche di maggior rilievo del codice, tre principi ispiratori, riassuntivi di autonome ma complementari linee guida di politica del diritto, sembrano guidarlo.

A) Il primo consiste nella definitiva devoluzione all’Isvap delle attribuzioni pubbliche innanzi rimesse al competente dicastero in materia di controllo del mercato assicurativo. L’Istituto diviene unico titolare della funzione pubblica assegnatagli in punto di attività regolatoria, prescrittiva, autorizzatoria, accertativa, cautelare e repressiva. Residua, in capo al Ministro, l’adozione dei soli provvedimenti di carattere generale concernenti i requisiti di onorabilità e professionalità per gli esponenti aziendali e gli azionisti rilevanti, nonché di quelli relativi alla revoca delle autorizzazioni e alla sottoposizione dell’impresa ad amministrazione straordinaria o a liquidazione coatta amministrativa. Ciò in speculare coerenza con quanto contemplato dalle omologhe discipline dei mercati bancario e finanziario. Emblematica è, a tale riguardo, la lettura incrociata delle norme di cui agli artt. 4 e 5 del codice. Mentre quest’ultimo (al co. 2) conferisce all’Isvap - in aggiunta al potere-dovere di emanare regolamenti nelle materie espressamente previste - la più generale facoltà di adottare “ogni regolamento necessario per la sana e prudente gestione delle imprese o per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati”, l’art. 4 circoscrive l’attività rego-

lamentare del Ministro ai “soli provvedimenti previsti nel ... codice, nell’ambito delle linee di politica assicurativa determinate dal governo”. Attribuzioni perciò collegate più alla responsabilità politica di governo che all’attività di regolazione e vigilanza del mercato. Il rapporto tra *regola* ed *eccezione* nell’espletamento dei controlli pubblici da parte dei due soggetti è così irreversibilmente capovolto rispetto alla primigenia disciplina del settore.

B) Il secondo risiede, in esecuzione di specifici obblighi europei e in speculare osservanza di quanto già sancito nei comparti bancario e finanziario, nella codificazione delle finalità specifiche della vigilanza, indirizzate – quanto a obiettivi finali – a perseguire “la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione e la trasparenza e la correttezza dei comportamenti delle imprese, degli intermediari e degli altri operatori del settore assicurativo”; avendo riguardo – quanto a obiettivi intermedi – “alla stabilità, all’efficienza, alla competitività e al buon funzionamento del sistema assicurativo, alla tutela degli assicurati e degli altri aventi diritto a prestazioni assicurative, all’informazione e alla protezione dei consumatori”. Mutuando categorie epistemologiche dell’economista, distinguo tra obiettivi finali e obiettivi intermedi<sup>7</sup>, in quanto stabilità, efficienza, competitività e buon funzionamento del sistema assicurativo sono, a ben vedere, beni strumentali che qualificano in via esclusiva il perseguimento di una finalità (la sana e prudente gestione dell’impresa) altrimenti generica, vaga e (come riscontrato in eventi recenti) purtroppo equivoca; così come tutela degli assicurati, informazione e protezione dei consumatori rappresentano le tecniche di *policy* della supervisione attraverso le quali garantire trasparenza e correttezza da parte dei soggetti attivi nel settore. Ciò in aderenza, nell’interpretazione della norma, della sua intima *ratio* ispiratrice, che è nel senso della riaffermazione del principio di legalità della

---

<sup>7</sup> In questi termini avevo già formulato simili ipotesi per la vigilanza sui mercati finanziari; cfr. il mio *Statuto dell’impresa d’investimento e disciplina del contratto nella riforma del mercato finanziario*, Milano, 1997, p. 125 ss.

azione amministrativa attraverso la circoscrizione degli ambiti di discrezionalità tecnica dell'autorità di controllo.

C) Infine (terzo insieme normativo), scartata l'ipotesi di inserire nel codice l'intera disciplina generale del contratto d'assicurazione, il testo definitivamente approvato contiene tuttavia (diversamente dalle discipline settoriali di banca e della finanza) importanti sezioni che, incidendo sull'autonomia privata, ridisegnano l'assetto dei rapporti tra le parti non soltanto in vista della regolamentazione del mercato ma attraverso una vera e propria conformazione negoziale.

Gli esempi sono evidenti non tanto, o non solo, con riguardo alle disposizioni generali sul contratto contemplate dal Titolo XII e alle regole di comportamento o agli obblighi informativi (*in parte qua* non dissimili dalle discipline speciali di banca e finanza) quanto soprattutto alla materia dell'assicurazione obbligatoria r.c. auto.

Tale rilievo consente, per un verso, di revocare definitivamente in dubbio che la disciplina del contratto di assicurazione sia oggi tesa (esclusivamente o prevalentemente) a regolare rapporti tra uguali nell'indifferenza della qualità soggettiva della parte e, per altro verso, in positivo di poter affermare che – anche per il tramite degli interventi regolatori dell'autorità in sede di norme sub primarie – questo tipo contrattuale (naturalmente nella forma *business to consumer*) è oggi sottoposto a istituti e tecniche di tutela corrispondenti a quelle del contratto del consumatore (alla quale categoria del resto appartiene) o, con valenza sistematicamente più ampia, del “contratto del duemila”. E ciò non è influente nell'interpretazione delle stesse norme del codice civile, ascrivendosi a ragione alla dinamica di quei c.d. “fenomeni nuovi” del diritto privato consistenti nel fatto che “regole nuove, pensate per i soggetti deboli, quali i consumatori,

e faticosamente accolte in normative di settore...acquistano la dignità di norme di parte generale del contratto”<sup>8</sup>.

La legge sulla tutela del risparmio (d.lgs. n. 262/2005, più decreto c.d. “correttivo” n. 303/2006) non modifica il quadro di riferimento quanto piuttosto lo riqualifica attraverso prescrizioni fondamentalmente tese a: *i*) garantire l'*accountability* delle autorità indipendenti (compresa la Banca centrale, che è forse qualcosa di più di un'autorità indipendente in ragione dei suoi poteri di sovranità monetaria) verso il parlamento e l'opinione pubblica, resa necessaria dalla natura non elettiva dei relativi organi; *ii*) assicurare che l'esercizio del potere di emanazione di atti normativi e amministrativi generali avvenga nel rispetto dei principi di proporzionalità e di motivazione con riguardo alle scelte di regolazione e vigilanza; di partecipazione degli interessati se ha ad oggetto l'adozione di provvedimenti individuali; *iii*) prevedere più stringenti forme di coordinamento e collaborazione fra le autorità indipendenti del settore finanziario (Banca d'Italia, Consob, Isvap e Covip).

Per il resto, tale importante atto normativo rafforza attribuzioni e autonomia delle autorità considerate, devolvendo loro l'esclusiva competenza all'adozione dei provvedimenti sanzionatori nei confronti dei soggetti vigilati, sottraendole al regime ordinario della responsabilità civile, contemplando (in alcuni casi) specifici poteri in ordine alla istituzione e alla operatività di organismi (in senso lato) di giustizia stragiudiziale. Inoltre, con riguardo al settore assicurativo, la legge estende la disciplina dell'appello al pubblico risparmio ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, assegnando alla Consob i relativi poteri in materia di regole di comportamento.

---

<sup>8</sup> S. PATTI, *Parte generale del contratto e norme di settore nelle codificazioni*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2008, p. 748.



4. Il sintetico *excursus* legislativo sopra evidenziato consente di pervenire a due importanti risultati, rispettivamente relativi alla natura ed alle caratteristiche dell'organo di supervisione del mercato assicurativo il primo; ai contenuti, alla estensione e ai limiti esterni del controllo il secondo.

Appare, quanto al primo, ormai estranea a ogni ragionevole dubbio l'appartenenza dell'Istituto all'alveo delle autorità amministrative indipendenti. L'Isvap è in possesso di tutti i principali indicatori che la dottrina amministrativa ritiene essenziali onde qualificare l'autorità come indipendente.

E' infatti titolare di autonomia funzionale, rappresentata tanto dal conferimento in via esclusiva dei ricordati poteri regolamentari, autorizzativi, prescrittivi, accertativi, cautelari e repressivi nei confronti dei destinatari della vigilanza (seguendo la scansione dell'art. 5, co. 1, del codice), quanto dalla tormentata ma irreversibile sua sottrazione ad ogni potere di direttiva, vigilanza o anche controllo interno da parte dell'esecutivo. Eloquentemente è, a tale specifico riguardo, la lettera della legge, che espressamente sancisce uno stretto e biunivoco legame fra autonomia ed "esercizio imparziale delle funzioni di vigilanza sul settore assicurativo" (art. 5, co. 5).

E' dotato di autonomia organizzativa, essendogli dalla legge istitutiva riconosciuto il potere di organizzare in piena autonomia la propria struttura e il proprio funzionamento, così come la gestione delle spese. Aggiungasi che la disciplina del rapporto d'impiego del personale si realizza per il tramite di un apposito "regolamento" (atto unilaterale normativo che segue gli schemi e le forme del provvedimento amministrativo) approvato (secondo le linee – guida della c.d. contrattazione sostanziale) dal Consiglio in conformità degli accordi negoziali stipulati con le organizzazioni sindacali presenti nell'Istituto. Coerentemente con tale assetto e in speculare conformità con le altre autorità del settore finanziario, non trovano applicazione nei confronti dell'Isvap le disposizioni di cui al d.lgs. 30 mar-

zo 2001, n. 165 sull'impiego alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche.

Possiede infine piena autonomia finanziaria in quanto le risorse per il suo funzionamento non gravano sul bilancio dello Stato ma sono costituite da contributi di natura parafiscale posti a carico dei vigilati (originariamente le sole imprese, con il codice anche intermediari e periti assicurativi).

Sul piano strutturale, l'Isvap si compone di due distinti organi – monocratico il primo, collegiale il secondo – dotati delle specifiche attribuzioni loro conferite dalla legge istitutiva: il presidente e il consiglio. Ad assicurare il coordinamento funzionale fra i due organi provvede la norma che vuole il presidente dell'Istituto essere anche presidente del collegio (art. 11, co. 1, l. n. 576/1982). E' di immediata evidenza la diversità di tale assetto rispetto alle scelte operate dal legislatore con riguardo ad altri enti pubblici appartenenti alla diversificata congerie delle c.d. autorità amministrative indipendenti. La Consob è – sotto il profilo considerato – strutturata quale organo collegiale, configurandosi quale organo unico (appunto la commissione, “composta da un presidente e da quattro membri”, art. 1, co. 3, l. n. 216/74) caratterizzato da identici criteri di nomina dei suoi componenti, identiche incompatibilità, identiche funzioni. La legge prevede che solo per il tramite di un autonomo atto regolamentare (il c.d. “regolamento di organizzazione”) sia consentito disciplinare i rapporti “tra il presidente e i commissari, anche ai fini della relazione in commissione dei singoli affari” (art. 1, co. 6, l. 216/74 cit.). In termini non dissimili è regolata la struttura dell'autorità garante della concorrenza e del mercato (cfr. art. 10 l. 10 ottobre 1990, n. 287).

Nominato con decreto del Presidente della Repubblica (previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dello sviluppo economico), il presidente dell'Isvap, diversamente dai componenti il consiglio (nominati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri di concerto con il Ministro dello sviluppo e-

conomico), svolge la sua attività in via continuativa ed è sottoposto ad un regime di incompatibilità assoluta “con l’esercizio di qualsiasi altra attività” (art. 10, co. 2, l. n. 576/82). E’ titolare di poteri rappresentativi dell’Istituto; ne predispone la relazione annuale da allegare al bilancio consuntivo; convoca e presiede il consiglio e ne attua le deliberazioni. E’ infine titolare, in negativo, del potere residuale e innominato di esercizio di ogni altra attribuzione non espressamente attribuita dalla legge agli altri organi (*scilicet*, all’*altro* organo) dell’Istituto. Aggiunge a tali funzioni quelle connesse alla qualifica di direttore generale dell’Istituto (art. 13 l. cit.). Non mi pare tuttavia che possa da ciò farsi discendere, in capo al presidente, la qualifica di dipendente dell’Istituto (come invece avviene per il direttore generale di società di diritto privato), non soggiacendo egli alla disciplina del regolamento del personale ma alla fonte sovraordinata, cioè alla legge. In tali termini, la funzione di presidente prevale rispetto a quella di direttore generale.

Il consiglio è titolare di funzioni proprie, in senso lato inerenti a profili organizzativi, contabili e disciplinari, e di funzioni consultive, propositive e di indirizzo relativamente alle attività istituzionali dell’ente. Tra le prime, di particolare rilievo sono le delibere relative all’adozione dello statuto (che dovranno ovviamente risultare compatibili con le norme primarie); del regolamento di organizzazione; di approvazione del bilancio di assunzione e progressione in carriera del personale, compresa la nomina del vice direttore generale.

In definitiva, al solo presidente compete la formale adozione dei provvedimenti finali (generali e individuali) inerenti all’esercizio delle funzioni istituzionali in punto di attività regolatoria, prescrittiva, autorizzatoria, accertativa, cautelare e repressiva.

L’evoluzione dell’ordinamento conferma questo assetto, talora anche attraverso il conferimento espresso di tali compiti al presidente<sup>9</sup>. Di guisa che, sotto il versante considerato, la maggiore simi-

---

<sup>9</sup> Cfr., ad es., art. 9, co. 3, del codice delle assicurazioni.

litudine con l'assetto di altre autorità di settore ricorre – a ben vedere – con la Banca d'Italia. Al netto della singolare struttura corporativa della Banca (ma la presenza di soci è da ricondurre alla originaria sua natura di società anonima di diritto privato) e della recente previsione di collegialità del direttorio (peraltro limitata ai “provvedimenti aventi rilevanza esterna” ex art. 19, co. 6, l. n. 262/05), i rapporti tra governatore e organo collegiale (consiglio superiore) sono prefigurati in termini non dissimili.

Al consiglio superiore della Banca sono, in particolare, rimesse l'amministrazione generale dell'Istituto nonché la vigilanza sull'andamento della gestione e il controllo interno, mentre al governatore (anche qui con attribuzione delle competenze “in negativo”) è rimesso tutto quanto nella legge o nello statuto non espressamente riservato al consiglio superiore o al direttorio. Il più rilevante elemento differenziale risiede nella circostanza che, diversamente dal consiglio dell'Isvap, il consiglio superiore di Banca d'Italia non ha né può avere alcuna attribuzione in ordine alle competenze istituzionali, neanche a livello di mero indirizzo, essendogli ciò espressamente precluso – in tema di vigilanza bancaria – dalla legge (art. 5 d.l.C.p.S. 17 luglio 1947, n. 691).

5. Gli ampi poteri di regolazione e controllo dell'Isvap nei confronti dei destinatari della vigilanza (imprese, gruppi, intermediari e altri soggetti indicati nell'art. 6 del codice) appaiono astrattamente idonei a garantire tutela al risparmio assicurativo e, per questa via, a rendere effettiva nel comparto in rassegna l'attuazione del precetto di cui all'art. 47 Cost.

Segnatamente riguardo all'impresa, essi abbracciano il momento genetico, quello funzionale, quello estintivo attraverso un assetto disciplinare (primario e sub – primario) in larga parte derogatorio, additivo o sostitutivo rispetto al diritto comune delle società. Abbandonata (perché non più attuale e proponibile alla luce degli

impegni europei) la teoria dei c.d. “ordinamenti sezionali”, l’impresa assicurativa – al pari di quella bancaria – si caratterizza per la specialità del relativo statuto legale, che diviene speciale al quadrato ove il suo capitale sia rappresentato da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato.

Le motivazioni di tale specialità sono anche solo intuitivamente evidenti. Risiedono, nella struttura elementare, basica di un rapporto fisiologicamente caratterizzato dalla certezza della prestazione da parte dell’assicurato a fronte dell’incertezza (assicurazione danni, legata al verificarsi dell’evento) ovvero della distanza temporale (assicurazione vita, nelle diverse forme) della controprestazione, nell’esigenza di garantire la capacità futura dell’impresa di adempiere a quanto dedotto nel contratto in un tempo talora anche molto remoto. In breve, consistono nella garanzia della stabilità dell’impresa.

A questo fine sono volte le misure patrimoniali (riserve tecniche, margini di solvibilità, norme, regole prudenziali, etc.) tese a circoscrivere i rischi d’insolvenza dell’intermediario assicurativo che, pur non assumendo veste strutturalmente sistemica (come invece nel comparto bancario), possono talora determinare rischi di contagio (si pensi al frazionamento e alla diffusione del rischio riveniente da meccanismi di riassicurazione). In ogni caso, i rapporti tra gli intermediari bancari, assicurativi, finanziari che operano in un mercato comunque unitario sollecitano una particolare attenzione anche sotto questo versante. Lo testimoniano, sul piano delle politiche di supervisione, la speciale disciplina della “vigilanza supplementare” sui conglomerati finanziari; su quello empirico le recenti vicende che hanno importanti impatti su tutti gli intermediari del mercato.

Il limite all’intervento dell’autorità consiste nel preservare il rischio d’impresa, correttamente inteso come processo di creazione, circolazione, selezione dell’informazione e delle conoscenze funzionali all’autonomia (e alla responsabilità) dei processi decisionali, che è espressione diretta del principio di libertà d’iniziativa econo-

mica privata. L'autorità che, invadendo tali sfere d'azione, sovrapponesse le proprie determinazioni a quelle dell'imprenditore assicurativo, favorirebbe il *moral hazard*, determinerebbe confusione di ruoli, genererebbe inefficienze, negherebbe la stessa esistenza di un mercato regolato di concorrenza. La relativa azione regolatoria si svolge perciò lungo il delicato crinale del livellamento del terreno di gioco, da un lato; dell'adozione di specifici (e talora intrusivi) interventi prescrittivi o di divieto, dall'altro.

Fornire *ex ante* la misura o anche soltanto puntuali indicatori (qualitativi o quantitativi) in ordine all'ampiezza di questi ultimi è missione manifestamente impossibile. Attiene al merito dell'azione amministrativa, ai contenuti della discrezionalità tecnica, alla stessa essenza della predicata indipendenza dell'autorità.

E' peraltro evidente che perseguire la sola stabilità dell'impresa in uno spazio vuoto di concorrenza non è sufficiente né giuridicamente consentito. Diversamente da linee di *policies* divise in un passato per la verità nel nostro paese neanche troppo remoto, è ora risultato ampiamente acquisto quello che l'obiettivo della stabilità debba coniugarsi con l'efficienza dell'impresa e con la sua competitività sul mercato dei prodotti e/o dei servizi. Per essere stabile, l'impresa non può che essere anche efficiente, sussistendo tra le due variabili una stretta interdipendenza.

L'impresa stabile ma inefficiente, ammessa pure (ma certo non concessa) la sua configurabilità, non è impresa che possa competere nel mercato. E' a questo antinomia ed estranea. Di là dell'evidente nesso che, anche a livello meramente intuitivo, intercorre tra spinte concorrenziali, minimizzazione dei costi, frontiera dell'efficienza, è infatti crescente la consapevolezza da parte della società civile del valore della concorrenza – in guisa di bene pubblico – quale motore dell'innovazione e del dinamismo sociale, argine allo strapotere di mercato, a collusioni, a extra profitti; fondamento di democrazia, non solo economica. Né è casuale il recente ricono-

scimento della “tutela della concorrenza” tra i principi basilari della Carta costituzionale (art. 117, co. 2, lett. e).

Il suo profilo istituzionale consente invero di argomentare che la tutela del bene giuridico protetto non può essere intesa soltanto in senso statico, come garanzia di interventi di regolazione e ripristino di un equilibrio perduto, ma anche in un’accezione dinamica, ben nota al diritto comunitario, che giustifica misure pubbliche volte a ridurre squilibri, a favorire le condizioni di sufficiente sviluppo del mercato o a instaurare assetti concorrenziali<sup>10</sup>. Sotto questo versante di concorrenza “dinamica”, tra le finalità della vigilanza dell’Isvap è espressamente prevista la competitività del sistema assicurativo, pari ordinata alla stabilità e all’efficienza.

Proprio con riguardo all’indicata complementarità dei descritti obiettivi della vigilanza si spiega la recente enfasi legislativa (anche e soprattutto di origine europea) per la tutela del consumatore dei prodotti e servizi considerati. Al netto delle norme sulla r.c. auto (che, come si è specificato nelle precedenti pagine, incidono direttamente sulla struttura del contratto), le disposizioni a tutela del consumatore, apparentemente estranee al perseguimento degli obiettivi di efficienza e di competitività, divengono loro sinergiche e complementari a condizione di prefigurare le regole informative che governano il diritto dei contratti di massa quali regole *di mercato* e non di solo *status*. Discipline volte perciò ad accompagnare, assicurare, garantire in modo pieno il processo di formazione della volontà consapevole e l’estrinsecarsi dell’autonomia negoziale attraverso una progressiva decentralizzazione delle decisioni (sottesa all’aumento degli attori del mercato), cui corrisponde una uniformazione o centralizzazione delle regole che servono a realizzare una corretta competizione.

---

<sup>10</sup> Cfr. M. LIBERTINI, *La tutela della concorrenza nella Costituzione italiana*, in *Giur. cost.*, 2005, p. 1429 ss.

A dispetto della facile quanto superficiale constatazione che queste regole sembrano imporre non sempre giustificati costi unitari a carico di tutti i soggetti interessati a operare nel mercato può - più fondatamente - osservarsi come esse costituiscano piuttosto la pre-condizione affinché imprese dotate di un più alto *standing* accettino di partecipare al gioco di un mercato altrimenti privo di regole, rappresentando uno strumento che riduce quei costi (c.d. di transazione) che, in assenza di tale quadro, ciascun soggetto dovrebbe affrontare per trovare una controparte affidabile, controllarne il comportamento al fine di ottenere il risultato sperato, rinvenire soluzioni che assicurino il raggiungimento dell'obiettivo economico. Ciò in quanto "per i mercati finanziari la creazione di un circuito informativo assume una rilevanza costitutiva del mercato stesso al fine della corretta competizione tra gli stessi soggetti verso i quali si convoglia il risparmio dei privati, pari per importanza a quella che si riconosce ai c.d. statuti giuridici dettati per i soggetti economici"<sup>11</sup>.

Se così non fosse, non si comprenderebbe la ragione di rimettere ad autorità che perseguono scopi di ordine pubblico economico anziché a leggi speciali la protezione di contraenti c.d. "deboli".

Ciò posto, è poi di tutta evidenza che la tecnica di tutela assegnata alle autorità di settore anche per il tramite della norma regolamentare non può che essere quella che riposa sui doveri d'informazione e sulle regole di condotta a carico delle imprese e loro dipendenti, ausiliari, agenti e collaboratori a vario titolo. Ciò non solo in quanto, sul piano formale, l'integrazione *eteronoma* del contratto attraverso norme di riequilibrio della posizione delle parti appartiene alla competenza esclusiva del legislatore, ma anche e soprattutto perché, su quello sostanziale, l'informazione obbligatoria

---

<sup>11</sup> Sul punto si vedano, fra gli altri, A. JANNARELLI, *La disciplina dell'atto e dell'attività: i contratti tra imprese e tra imprese e consumatori*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato europeo* [a cura di N. LIPARI], III, *L'attività e il contratto*, Padova, 2003, p. 33. Ulteriori più specifici riferimenti nel mio *Autonomia privata e disciplina del mercato. Il credito al consumo*, II ed., Torino, 2007, soprattutto p. 232 s..



rappresenta la tecnica giuridica meno incoerente con i principi di libertà contrattuale.

Appartenendo infatti le disposizioni del primo dei due insiemi considerati alla ampia famiglia delle norme c.d. “paternalistiche” limitative della libertà delle parti<sup>12</sup>, il loro dichiarato effetto anti – concorrenziale (che eleva la qualità del contratto ma ne fa crescere anche il prezzo) risulterebbe per lo meno dubbio rispetto ai più generali obiettivi della vigilanza; per converso, gli obblighi informativi imposti con riferimento ai diversi segmenti nei quali si articola il processo di formazione della volontà agevolano la scelta consapevole degli utenti tra le diverse offerte degli intermediari, possono contribuire a ridurre rendite di posizione, concorrono a indirizzare le imprese verso assetti organizzativi e operativi più efficienti e competitivi.

Siffatta generale impostazione non può peraltro indifferentemente e universalmente valere con riferimento a tutti i prodotti che si scambiano sul mercato finanziario. E’ infatti appena il caso di osservare che, con riguardo a prodotti finanziari complessi (es. gli strumenti finanziari derivati), rimettere la tutela dell’oblatore alla sola informazione obbligatoria e a obblighi procedurali inerenti alle caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato nonché dei rischi propri di tale strumento non può che sollecitare una fin troppo facile ironia, atteso che la conoscenza del prodotto e dei conseguenti effetti collaterali sfuggono ormai allo stesso emittente. Il rilievo è confortato da fonte autorevolissima. E’ stato infatti osservato che “in presenza di strumenti finanziari particolarmente complessi, la trasparenza precontrattuale rappresenta una condizione non sufficiente per la tutela del consumatore”<sup>13</sup>.

L’affermazione fa seguito a uno specifico e risalente indirizzo dell’autorità. Invero, con decisione all’epoca tanto coraggiosa quan-

---

<sup>12</sup> À la KRONMAN, *Paternalism and the law contract*, in 92 *Yale law journal*, 1983.

<sup>13</sup> G. GIANNINI, *Relazione ISVAP sull’attività svolta nell’anno 2007, Considerazioni conclusive*, p. 9.

to impopolare, “fin dal giugno del 2003 l’autorità ha imposto il divieto di indicizzare le *index linked* a titoli connessi ad operazioni di cartolarizzazione ed ai derivati del credito”<sup>14</sup>. Gli effetti sono ora evidenti, giacché – sulla scorta di calcoli prudenziali dell’autorità – tale divieto “ha evitato un impatto sugli assicurati pari a 8 miliardi di euro”. Come pure “l’inibizione a rilasciare (nel ramo cauzione) i tanto dibattuti CDS (*credit default swap*), causa non secondaria della degenerazione della finanza internazionale, ha preservato il settore assicurativo italiano da questa ulteriore fonte di criticità”<sup>15</sup>.

Ora, premesso che, quanto all’oggetto, quello dei derivati è problema di grande complessità che non può essere qui neanche in parte affrontato<sup>16</sup>, mi limito solo a osservare che la tutela per il collocamento di prodotti siffatti dovrebbe (meglio, avrebbe dovuto) doverosamente essere sottratta alla disciplina di trasparenza per rifluire invece in una apposita legge di circolazione di questa specifica (e pericolosa) categoria di beni giuridici.

6. Dopo la promulgazione del codice delle assicurazioni, l’attività normativa sub-primaria assegnata all’Isvap ha finora prodotto oltre 30 regolamenti, sempre preceduti da una fase di pubblica consultazione.

L’impianto regolamentare è risultato indenne alla prova di resistenza rappresentata dai due gradi del giudizio amministrativo alla quale era stata sottoposta dall’impugnazione dell’importante regolamento n. 5/06 promossa, tra gli altri, dall’A.N.I.A. e da altre associazioni di categoria. Il sindacato giurisdizionale degli atti dell’autorità aventi natura regolamentare o generale (oltre che, naturalmente,

---

<sup>14</sup> G. GIANNINI, *Relazione ISVAP sull’attività svolta nell’anno 2007, Considerazioni conclusive*.

<sup>15</sup> G. GIANNINI, *Relazione ISVAP sull’attività svolta nell’anno 2008, Considerazioni conclusive*, p. 5.

<sup>16</sup> Per riferimenti più puntuali rinvio al mio *MIFID, attività assicurativa, autorità di vigilanza*, in *Dir. banc.*, 2008, p. 425 ss.

di quelli individuali) è strumento di democrazia. Riguarda l'esercizio di diritti fondamentali non a caso espressamente ribaditi dalla legge sulla tutela del risparmio. E tuttavia, a fronte dei motivi di ricorso, delle principali censure all'operato dell'autorità, permane l'impressione che i rilievi critici si appuntassero, più ancora che sulla ragionevolezza dei contenuti delle norme regolamentari, sullo stesso processo di produzione delle regole ovvero (ma è l'altra faccia di una medesima medaglia) sul fatto che le regole poste fossero diverse da ciò che i vigilati avrebbero desiderato.

Autonomia e imparzialità hanno certo dei costi. Occorre ribadire che ordinamento e operatori debbono, nel doveroso rispetto dei ruoli, concorrere a rafforzare l'indipendenza dell'autorità per dotare finalmente il paese di un assetto normativo in linea con i principali *standard* internazionali. Ciò segnatamente in contesti economici e, soprattutto, culturali irreversibilmente improntati a concorrenza, mercato, tutela degli interessi seriali. Una autorità dipendente (quando non, addirittura, "catturata") dai vigilati non giova agli interessi economici, all'efficienza e alla competitività dello stesso sistema delle imprese. In ogni caso, esaurito lo sforzo della prima completa regolamentazione del settore, l'autorità potrà ora dedicarsi alla revisione delle norme sulla scorta dei risultati della fase applicativa. Mette peraltro conto osservare come, in speculare osservanza del codice delle assicurazioni (cfr. art. 5, co. 3), l'Isvap sia attivamente impegnata a promuovere iniziative tese a sviluppare "la conoscenza del mercato assicurativo", portando avanti – nell'ambito del più ampio programma di educazione finanziaria promosso dall'OCSE – "anche un suo progetto di diffusione della cultura assicurativa che, purtroppo, è particolarmente carente nel nostro paese"<sup>17</sup>.

L'autorità di settore non può tuttavia essere in ciò isolata. Dovrebbe poter contare dell'ausilio dei competenti luoghi di formazio-

---

<sup>17</sup> G. GIANNINI, *Relazione ISVAP sull'attività svolta nel 2008, Considerazioni conclusive*, p. 14.

ne culturale specialistica e, dal basso, di quello delle associazioni di categoria e delle maggiori imprese di assicurazione, nel loro stesso interesse. Innovazione, ricerca e sviluppo traggono infatti linfa e si alimentano nell'approfondimento di specifiche problematiche oggetto di dibattito e di tesi di laurea. Gli uni e gli altri sono ormai merce rara. I corsi universitari di diritto delle assicurazioni risultano in via di sostanziale estinzione, segnatamente nelle facoltà di giurisprudenza. Seguono sorti e declino di un altro insegnamento un tempo "nobile": quello del diritto della navigazione. L'andamento è inversamente proporzionale alla "fortuna" dei corsi di diritto bancario e dei mercati finanziari. Non se ne comprende la ragione, tanto in termini di rilevanza economica quanto di interesse scientifico e disciplinare. L'auspicio è a porvi rimedio al più presto, prima che sia davvero troppo tardi.

*Giuseppe Carriero*

Capo della Consulenza legale dell'Isvap

LA CRISI GLOBALE: FINANZA, REGOLAZIONE E VIGILANZA  
ALLA LUCE DEL RAPPORTO *DE LAROSIERE*\*

“La vera crisi è la crisi dell’incompetenza”

Albert Einstein, 1955

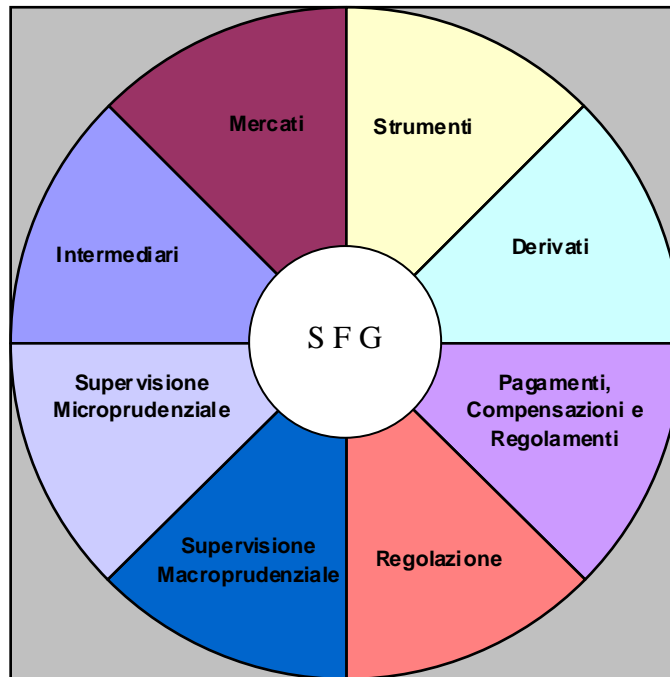
SOMMARIO: 1. Il Sistema Finanziario Globale (SFG) e il mito dell'autocorrezione e dell'autoregolazione. - 2. I principali fallimenti alla radice della crisi: politica economica, mercato, regolazione e vigilanza. - 3. Aggiustamenti finanziari globali: azioni per superare la crisi e per prevenire la ripetizione di grandi crolli sistemici. 4. - Politiche, regolamentazione e vigilanza in Europa: gli approcci Lamfalussy e de Larosière a confronto. - 5. Vigilanza macro e micro prudenziale in Europa: le proposte normative della Commissione europea per l'assegnazione della vigilanza macro al *Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico* e di quella micro al *Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza Finanziaria*. - 6. Dopo il Rapporto: tre linee di azione supplementari. - 7. Considerazioni conclusive. - *Appendice: Vigilanza finanziaria in Europa: schema riepilogativo. - Riferimenti bibliografici.*

1. Il SFG rappresenta un network integrato mondiale, dinamico e innovativo, formato da componenti interattive: intermediari, titoli (prodotti/strumenti), mercati, derivati, regolamentazione e vigilanza, sistemi di pagamento, di compensazione e di regolamento (Fig. 1).

---

\* Il presente lavoro è destinato agli «Scritti in onore di Francesco Capriglione».

Sono grato a Laura Segni (*Consigliere del Ministro dell'economia e delle finanze, Giulio Tremonti, per gli aspetti giuridici attinenti alla trasparenza e alla vigilanza sui mercati finanziari*) per le approfondite discussioni su successive edizioni di questo lavoro, in particolare il paragrafo 5° nell'attuale versione deve essere considerato a firma congiunta. Desidero altresì esprimere la mia gratitudine a Larisa Dragomir, Renato Maino e Giancarlo Mazzoni per osservazioni e commenti che hanno consentito di migliorare il testo in più punti. La responsabilità per eventuali manchevolezze rimaste è naturalmente solo mia. Questo lavoro rielabora e integra alcuni miei recenti paper predisposti in lingua inglese per il Gruppo de Larosière e per conferenze internazionali. Ringrazio Alberto Matassino ed Elsa Pili per l'ottima traduzione delle note di riferimento.

**Fig. 1 Il Sistema Finanziario Globale**

L'errore di analisi e di *policy* alla svolta del Nuovo Millennio è stato quello di credere che l'innovazione finanziaria e l'efficienza "tecnica" del mercato (informazione, allocazione, stabilità) implicasse una rottura fondamentale col passato (l'era della New Economy) e in particolar modo che:

- i. i mercati diventassero auto correttivi, i fallimenti del mercato diventassero irrilevanti, i mercati finanziari fossero più efficienti degli intermediari nel valutare e gestire i rischi (mercati completi ed efficienti);
- ii. gli intermediari, intrinsecamente basati sull'asimmetria informativa e sul monitoraggio delegato, avessero, comunque, sviluppato tecniche molto potenti di controllo e gestione dei rischi; da qui il paradigma della creazione del valore (a breve termine) per l'azionista;

- iii. si potesse riporre grande fiducia sull'autoregolazione degli intermediari e dei mercati;
- iv. le strutture finanziarie innovative create dalle banche d'investimento e basate su modelli statistici/probabilistici altamente complessi e sui derivati rappresentassero uno sviluppo comunque fortemente positivo ed efficiente e, quindi, da non ostacolare (anche se le innovazioni erano dirette a porre in essere arbitraggi di regolamentazione, di vigilanza e fiscali);
- v. lo *standard del capitale* per gli intermediari regolamentati (banche e compagnie d'assicurazione) fosse un cambiamento portante (la *Nuova Pietra Angolare*) per la regolamentazione e la vigilanza;
- vi. la stabilità monetaria (misurata con l'indice d'inflazione dei prezzi al consumo) fosse l'ancora della stabilità economica e finanziaria; La lezione del 2007/2009 mostra che tutti i punti sopra esposti contengono alcuni elementi di verità, ma sono fundamentalmente errati:
  - i. i mercati non si autoregolano, ma, come in passato, sono sempre esposti alle bolle speculative; i mercati dei derivati hanno accentuato la potenziale instabilità sistemica;
  - i. i progressi nella gestione dei rischi sono stati incrinati dall'inappropriato trattamento dei presupposti sottostanti gli approcci di riferimento, basati su modelli stocastici dei derivati, che hanno preso il posto dei tradizionali modelli attuariali (i modelli VaR – *Value at Risk* e i modelli di valutazione delle opzioni – ne sono un chiaro esempio). La stessa assunzione di indipendenza tra il tasso privo di rischio dei titoli pubblici e il premio a rischio sui titoli privati deve essere messa in discussione. Inoltre, modelli inappropriati di *governo societario* non hanno permesso adeguati processi di

*checks and balances* tra coloro che assumono i rischi e coloro che li controllano all'interno delle imprese finanziarie;

- ii. le attività del SFG richiedono una buona regolazione (non più regolazione) e un'efficace vigilanza, anche come risultato delle esternalità del sistema, importanti e di grande rilievo. Lo *standard di capitale* di Basilea, i principi contabili dell'IASB (International Accounting Standards Board) e l'approccio delle agenzie di rating erano invece caratterizzati da debolezze fondamentali, in particolare quella di essere *pro-ciclici*; questo vizio d'origine – ben individuato e segnalato – è parzialmente collegato al quadro analitico appena descritto (come evidenziato dai rapporti di indebitamento molto alti raggiunti da numerose banche europee, apparentemente “ben capitalizzate”, nella fase ascendente del ciclo economico);
- iii. oltre a vigilanza, regolazione e supervisione, sono necessarie politiche economiche solide e sostenibili per contenere i fallimenti del mercato e per controllare l'andamento ciclico dell'economia. Di nuovo, il falso mito “il ciclo è morto” è andato in frantumi;
- iv. il funzionamento del SFG richiede, inoltre, una adeguata vigilanza, idonei impianti di regolamentazione, solide infrastrutture e accordi di politica economica (e, perciò, forti strumenti di cooperazione) tra i Paesi più importanti;
- v. la stabilità dei prezzi non conduce automaticamente alla stabilità finanziaria.

In conclusione, un SFG pienamente sviluppato e fortemente integrato è molto sensibile e quindi potenzialmente instabile.

Questa non è una conclusione nuova, ma la lezione era stata in gran parte dimenticata durante la scorsa decade, quando sottoli-



neare il problema dell'instabilità era considerato un errore, sia analitico, sia di politica economica. La visione opposta, che concepiva il sistema fondamentalmente come autocorrettivo, grazie alla competizione e alla "mano invisibile" del mercato, era diventata opinione (quasi) prevalente.

I principali fattori sottostanti la crisi, se vengono inquadrati in questa prospettiva, sono chiaramente non indipendenti, ma derivano da un comune modello d'analisi, che ho contribuito a sviluppare in un recente volume (Masera, 2009).

Nei termini di questa visione unitaria, è possibile rileggere in una maniera olistica e complementare, sia la valutazione critica dei principali fallimenti impliciti sottostanti la crisi, offerta dal *Rapporto de Larosière*, sia le proposte per un aggiustamento globale.

Nelle sezioni seguenti – 2 (fallimenti) e 3 (aggiustamenti) – si adotterà quest'approccio, offrendo una rilettura del *Rapporto*, con un diverso ordine di presentazione, volto a focalizzare l'attenzione sui legami tra politiche macroeconomiche, azioni di vigilanza, di regolazione, di supervisione e aggiustamenti del mercato.

La sezione 4 pone in luce le differenze fra i modelli Lamfalussy e de Larosière di supervisione in Europa. La sezione 5 riassume le principali proposte della Commissione europea in tema di vigilanza per dare seguito al Rapporto (cfr anche l'appendice). La sezione 6 identifica tre linee di azione aggiuntive e complementari. La sezione 7 conclude, sottolineando, in termini più ampi e generali, l'esigenza di un diverso approccio anche "culturale" a: mercato, regole e politiche economiche, come base per un sistema economico globale più solido.

2. I fallimenti di politica macroeconomica<sup>1</sup>:

- Eccessiva liquidità e generazione di credito; insufficiente attenzione alla “bolla immobiliare” e al mercato dei prestiti subprime negli Stati Uniti (§ 6-7)

- Squilibri globali nel mercato finanziario e in quello dei beni, e negli aggregati di risparmio/investimento/saldo delle partite correnti nelle bilance dei pagamenti (§ 8-12)

Fallimenti del mercato

- *Corporate governance* (§ 23-24)

- Valutazione e gestione dei rischi, segnatamente nei prestiti immobiliari (§ 13-18)

- Agenzie di rating (§ 19-22)

- Prodotti finanziari cartolarizzati e mercati dei derivati (§ 93-95)

Fallimenti della regolamentazione, della vigilanza e della gestione della crisi

- Attenzione insufficiente alla liquidità dei mercati (§ 26)

- Misure inappropriate relative ai requisiti patrimoniali e ai principi contabili e nel trattamento dei processi di *securitizzazione* (§ 25-53/65/73-79)

- Insufficiente vigilanza multilaterale (§ 31)

- Strutture incomplete e inappropriate per affrontare la prevenzione la gestione e la risoluzione delle crisi, e inadeguati accordi di ripartizione dei costi (*burden sharing arrangement*)

Il collegamento mancante: vigilanza prudenziale, micro vs.

---

<sup>1</sup> Per ovvie ragioni di spazio e per evitare inutili ripetizioni, non riporterò in questa e nella successiva sezione il contenuto dei paragrafi indicati del Rapporto, ai quali il lettore interessato può fare riferimento per una trattazione esaustiva dei temi delineati.

macro

- La natura del problema (§ 145-151)
- Focus eccessivo sulla vigilanza micro-prudenziale delle singole istituzioni finanziarie e insufficiente attenzione ai rischi macrosistemici di shock contagiosi, correlati e orizzontali (§ 27-30)

3. Aggiustamenti finanziari globali: proposta di azioni per superare la crisi e per prevenire la ripetizione di grandi crolli sistemici.

3.1 Vigilanza delle politiche macroeconomiche e prevenzione della crisi (§ 239-252)

3.2 Gestione della crisi e risoluzione (§ 253-255)

3.3 Regolamentazione adeguata e cooperazione tra autorità di vigilanza (§ 224-238)

3.4 Aggiustamenti del mercato e delle regole:

- Modelli di *Rischio Interno* e di *Standard del Capitale* (§ 53-65/122-124)

- Riforma delle Agenzie di rating

- Governo Societario, remunerazione e incentivi, meccanismi di “*Checks and balances*” tra coloro che assumono i rischi e coloro che li controllano (§ 110-121)

- Le attività del “sistema bancario parallelo” (§ 85-98)

3.5 Il ruolo e la funzione dell’Unione europea nella nuova architettura finanziaria globale:

- Il Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico (ESRC) (Macro-prudenziale) (§ 167-189)

- La creazione di un Sistema Europeo di Supervisione Finanziaria (ESFS) (Micro-prudenziale) (§ 190-218)

- Governance europea a livello globale (§ 256-257)

4. La tesi fondamentale dell'analisi sviluppata nel *Rapporto de Larosière* è che i processi di politica economica, di regolamentazione e di vigilanza devono essere adeguatamente separati, da un punto di vista analitico e operativo, pur riconoscendone le correlazioni.

L'interpretazione dei principali fallimenti sottostanti la crisi e il suggerito processo di riparazione dipendono da questa premessa; l'approccio innovativo di separare vigilanza macro e micro prudenziale permette di focalizzarsi sull'anello mancante dei precedenti approcci: il bisogno di identificare e di arginare le difficoltà del sistema finanziario visto nel suo insieme. L'azione correttiva di vigilanza macro può inoltre richiedere di suggerire e attuare modifiche nelle stesse politiche economiche.

I fondamentali fattori che hanno concorso a determinare la crisi sono stati, come detto: (i) creazione troppo ampia di liquidità; (ii) condizioni prolungate di bassi tassi d'interesse (tassi reali negativi); (iii) un'eccessiva domanda di risparmio a livello globale e troppo elevati investimenti nel settore immobiliare, specialmente negli Stati Uniti; (iv) il finanziamento di una gran parte del deficit della bilancia di pagamenti americana da parte di Paesi emergenti, che agganciando le loro valute al dollaro, importando la politica monetaria statunitense e accumulando grandi riserve, hanno alimentato un'ulteriore espansione monetaria.

In questi processi, la vigilanza macro-prudenziale è venuta a mancare, così come la vigilanza multilaterale sulle politiche economiche.

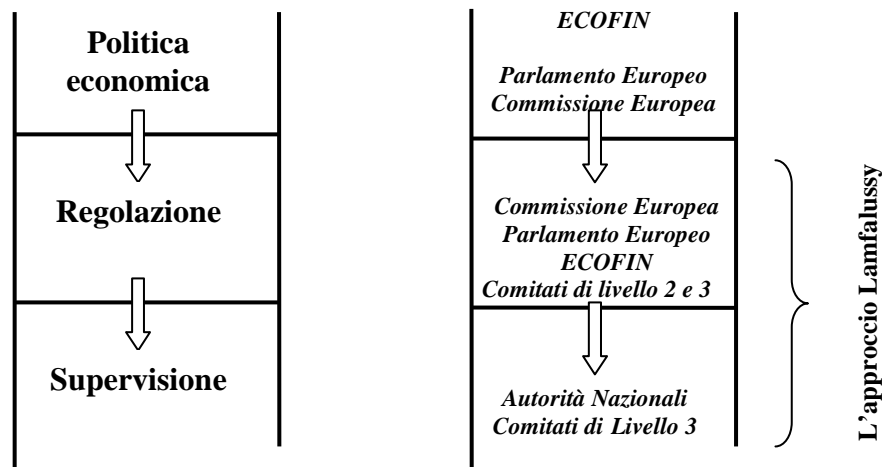
La mancanza di un adeguato controllo macro-prudenziale ha condotto, da una parte, a politiche economiche inappropriate e inefficiente identificazione dei rischi globali, e, dall'altra, alla debolezza dell'assetto regolamentare e ad un'inefficiente supervisione micro-prudenziale. Elementi chiave della regolazione messi in pratica dai responsabili della supervisione a livello micro hanno avuto, così, un ruolo negativo nell'ampliamento della crisi (in particolare la fallacia di composizione sull'adeguatezza patrimoniale e sui prezzi "corretti" contabili).

Come indicato nel capitolo del *Rapporto* sull' Aggiustamento Regolamentare, la regolazione ha in alcuni casi aggravato la situazione, generato effetti perversi e, in generale, contribuito a un eccesso di *securitizzazione*.

Un modo altamente semplificato, ma credo illuminante, di presentare il cambiamento fondamentale implicito nel Rapporto de Larosière è contenuto nelle due figure successive.

L'approccio tradizionale è rappresentato nei termini di uno schema "a scala" della relazione tra politica economica, regolamentazione e vigilanza.

Fig. 2 Regolazione e supervisione finanziaria in Europa:  
l'approccio tradizionale "a scala"



In questa struttura gerarchica, la politica economica è al livello superiore; segue, poi, la regolamentazione, mentre l'attività di vigilanza è delegata ai relativi supervisori a livello nazionale.

Come si noterà, questo schema è sottostante al "processo Lamfalussy" in Europa.

Occorre naturalmente sottolineare che l'intenzione del *Rapporto Lamfalussy* nel 2000 era quella di trovare i meccanismi per accelerare e rendere più flessibili le procedure normative europee sui servizi finanziari, senza, tuttavia, modificare le norme del Trattato, né incidere sulla ripartizione di competenze fra Unione europea e Stati membri. Allo scopo di fondare il processo normativo su procedure di consultazione aperta, maggiore trasparenza e più chiara responsabilità politica, il Rapporto prevedeva la creazione di comitati, cosiddetti di livello 3, costituiti dai rappresentanti delle autorità nazionali di vigilanza. Sebbene il processo Lamfalussy non riguardasse il rafforzamento del controllo prudenziale, tuttavia il *Rapporto* avvertiva che: "mentre il Comitato crede fortemente che mercati fi-

nanziari ampi, con grande liquidità e innovativi condurranno a miglioramenti in efficienza e porteranno, pertanto, benefici individuali ai cittadini europei, lo stesso Comitato crede che una maggiore efficienza non necessariamente si coniughi con una accresciuta stabilità finanziaria”.

Il modello Lamfalussy suddivide il processo di normazione in quattro livelli (cfr. Masera, 2006, cap. 1):

- La Commissione adotta, in primo luogo, una proposta formale di direttiva/regolamento (livello 1), che deve essere approvata, nella maggior parte dei casi, dal Parlamento europeo e dal Consiglio secondo la procedura cosiddetta di co-decisione. In sostanza, dopo la presentazione della proposta, il Parlamento europeo e il Consiglio iniziano le negoziazioni, con l'intento di accordarsi su un testo comune, che contiene i principi generali della materia e definisce i relativi poteri di implementazione;
- una volta che la direttiva/regolamento di livello 1 è stata approvata dal Parlamento e dal Consiglio, la Commissione presenta una proposta di direttiva di secondo livello da adottare attraverso la procedura di comitologia (concertazione con i comitati di livello 2 - ESC –*Economic and Social Committee*, EBC – *European Banking Committee*, o EIOPC - *European Insurance and Occupational Pensions Committee*), nella quale vengono definite le misure di attuazione della direttiva/regolamento di primo livello e viene promosso l'effettivo inserimento in ciascuna legge nazionale; per fare ciò, la Commissione richiede il parere dei competenti organismi del livello 3 ( CESR - *Committee of European Securities Regulators*, CEBS - *Committee of European Banking Supervisors*, CEIOPS - *Committee*

*of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors*) sulle misure di implementazione tecnica;

- gli organismi del livello 3 lavorano, successivamente, su: (i) linee guida per l'amministrazione ordinaria, (ii) interpretazione congiunta delle raccomandazioni e degli standard comuni, (iii) *peer review* (revisione tra pari), e (iv) comparazione delle pratiche nazionali di regolamentazione, così da cercare di assicurare un'effettiva e conforme applicazione della normativa comunitaria.
- È inoltre previsto un quarto livello incentrato sulla verifica da parte della Commissione della corretta implementazione e la coerente applicazione dei provvedimenti adottati a livello comunitario.

L'applicazione del modello Lamfalussy ha permesso una rapida armonizzazione delle norme in materia di mercati dei servizi finanziari. Il contesto normativo che ne è scaturito presenta, dunque, le seguenti caratteristiche: la disciplina degli operatori finanziari è stata in buona parte uniformata, grazie all'adozione di norme comuni; la vigilanza, invece, rimane materia di competenza degli Stati membri e a livello europeo è trattata solo in forma di cooperazione (seppur intensificata) fra governi.

Il principio generale che regola l'attribuzione della competenza in materia di vigilanza è quello del paese d'origine (*home country*), in base al quale un operatore finanziario è soggetto alla vigilanza dell'autorità dello Stato che ha emesso l'autorizzazione all'esercizio dell'attività.

Il processo di vigilanza comprende i seguenti elementi (Lastra, 2006):

- L'attribuzione di licenze, autorizzazioni, o concessioni ad istitu-



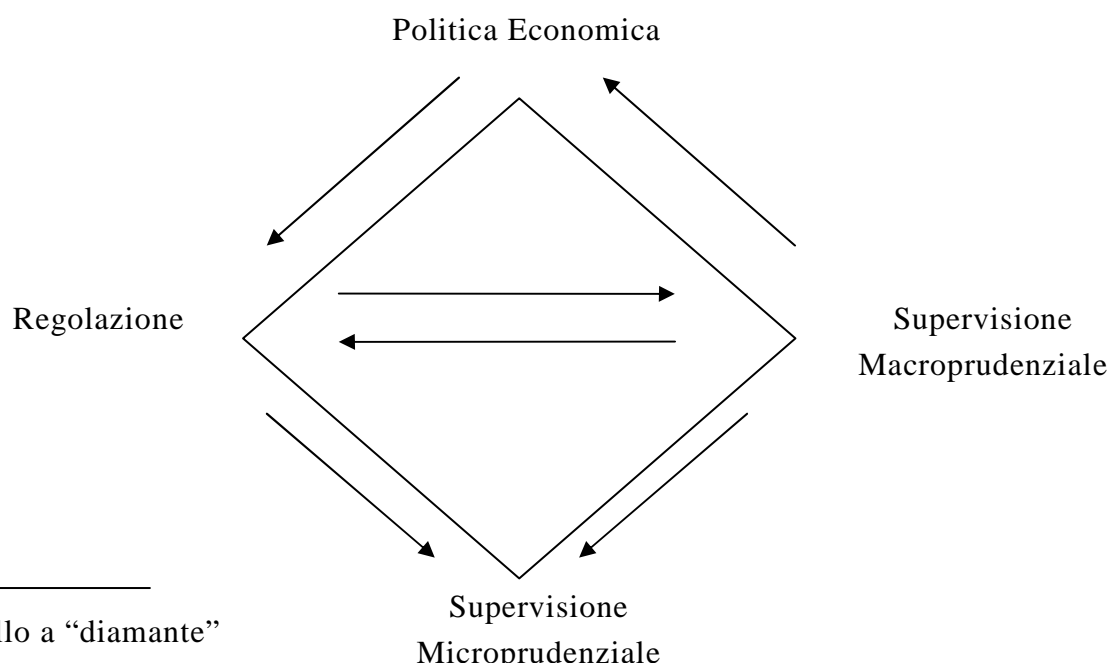
zioni finanziarie, laddove l'autorità di vigilanza controlla se le imprese che vogliono entrare nel mercato soddisfano i criteri richiesti;

- Il monitoraggio dello stato di salute e della condotta delle istituzioni finanziarie, basato sui requisiti previsti nella direttiva/regolamento e nelle relative misure tecniche. La relativa autorità di vigilanza può, in particolare, esaminare la qualità degli asset, l'adeguatezza del capitale, la liquidità, la gestione, i controlli interni, la condotta del business e gli utili;
- L'erogazione di sanzioni e penalità in caso di mancato adempimento della direttiva/regolamento, frode, cattiva gestione, o altri tipi di comportamenti scorretti,
- Dove necessario, il coinvolgimento nella gestione delle crisi (solitamente in stretta cooperazione con il Ministero delle finanze e con la Banca centrale).

La natura di questo approccio tradizionale è, dunque, fondamentalmente dall'alto al basso (top-down).

Il modello de Larosière è profondamente diverso e può essere rappresentato come mostrato nella Fig. 3, facendo riferimento a uno

**Fig. 3 Approccio de Larosière alla regolazione e alla supervisione finanziaria\***



\* Il modello a "diamante"

schema interattivo ( a rombo/diamante).

L'elemento rivoluzionario è rappresentato dal controllo macro-prudenziale. La vigilanza macro-prudenziale non è confinata alle banche, ma comprende tutti i settori della finanza, nonché il più ampio contesto macroeconomico. Questo controllo deve anche tenere conto dei problemi globali.

Mentre i rischi per il sistema finanziario possono, in linea di principio, nascere dal fallimento di una singola istituzione finanziaria, se è grande abbastanza in relazione al paese coinvolto e/o con diverse filiali/sussidiarie in altri paesi, il più importante rischio sistemico nasce da un'esposizione comune di molte istituzioni finanziarie agli stessi fattori di crisi. Il fatto che il sistema finanziario nella sua totalità può essere esposto a rischi comuni non è stato, nel passato, pienamente preso in considerazione. L'analisi macro-prudenziale perciò deve prestare particolare attenzione agli shock comuni o correlati e agli shock a quelle parti del sistema finanziario che scatenano contagiose reazioni a catena di ritorno.

Più specificamente, devono essere sottolineate due principali funzioni del controllo macro-prudenziale: (i) identificare sistematicamente le componenti importanti del sistema finanziario (intermediari, mercati, titoli, prodotti, derivati) e le fonti di rischio sistemico; (ii) decidere quale forma di regolamentazione/vigilanza è appropriata rispetto a quale istituzione/mercato. Queste due funzioni sono intrinsecamente dinamiche per natura.

La vigilanza micro e la vigilanza macro sono entrambe importanti e necessarie. Sono correlate sia nella sostanza, sia in termini operativi. Ma devono comunque essere chiaramente identificate e

tenute separate sul piano logico: in passato la vigilanza microprudenziale – vale a dire, sorvegliare e limitare le difficoltà delle singole istituzioni finanziarie e, in particolar modo, delle banche – era al centro dell’attenzione. Il ruolo e la funzione della vigilanza macroprudenziale devono ora essere riconosciuti, e trattati in maniera adeguata.

Come indica la Fig. 3, il modello “a diamante” e le frecce mostrano che la vigilanza macro-prudenziale svolge un ruolo chiave, direttamente, e in termini di interazioni, non solo con la politica economica e l’azione micro-prudenziale, ma anche con la regolamentazione.

Con specifico riferimento a quest’ultimo collegamento, una chiara lezione della crisi attuale è che una migliore regolamentazione può essere raggiunta solo attraverso una relazione biunivoca con adeguati accordi di vigilanza micro.

In conclusione, l’approccio “a diamante” è più complesso, ma più significativo e efficace dello schema “a scala”. Viene affermata l’interdipendenza delle diverse sfaccettature ed è sottolineato il ruolo centrale del controllo macro-prudenziale.

L’Unione europea dovrebbe, perciò, porre un chiaro focus sui processi e sui problemi macro-prudenziali. Questo, sia a causa della rilevanza della funzione stessa e sia come conseguenza dei forti collegamenti tra la valutazione macro-prudenziale dei rischi e le azioni appropriate da intraprendere, laddove necessario, in termini di (i) politiche, (ii) regole, (iii) misure micro-prudenziali.

Il ruolo centrale di questa funzione si afferma in particolar modo nelle fasi più critiche del processo di vigilanza complessivo:

nella fase pre-crisi, per identificare azioni correttive e di riparazione, e successivamente nella gestione e nella risoluzione della crisi stessa, con la necessità di coinvolgere i governi nazionali ogni volta che “i soldi dei contribuenti” sono a rischio.

5. L'impianto analitico del *Rapporto de Larosière* è stato recepito e avallato nelle conclusioni Ecofin del 9 giugno 2009 e, successivamente, in quelle del Consiglio europeo del 18-19 giugno 2009. Il 23 settembre 2009 la Commissione europea ha presentato l'insieme di interventi normativi con i quali intende dare attuazione all'accordo generale raggiunto dai capi di Stato e di governo con riguardo alla creazione del nuovo assetto istituzionale per la vigilanza sul sistema bancario, finanziario e assicurativo nell'Unione europea.

La proposta della Commissione si articola in:

- un regolamento che istituisce lo *European Systemic Risk Board* (ESRB), definendone le funzioni di vigilanza macroprudenziale, accompagnato da una decisione del Consiglio che affida alla Banca Centrale specifici compiti di assistenza tecnica allo ESRB;
- tre regolamenti dal medesimo contenuto (salvo alcuni distinguo dovuti a peculiarità dei settori di competenza) che istituiscono e disciplinano rispettivamente la *European Banking Authority* (EBA), la *European Securities and Markets Authority* (ESMA) e la *European Insurance and Occupational Authority* (EIOA). Queste tre nuove autorità europee di vigilanza (*European Supervisory Authorities* o ESA) nascerebbero dalla trasformazione degli attuali “Comitati di Livello 3” (CEBS, CESR e CEIOPS) e insieme con le autorità di

vigilanza nazionali costituirebbero lo *European System of Financial Supervisors* (ESFS).

Conformemente a quanto suggerito nel Rapporto, la proposta della Commissione si incentra sulla costituzione di due nuovi tipi di organismi comunitari:

- L'ESRB<sup>2</sup> dovrà controllare e valutare i potenziali rischi per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi macroeconomici e del sistema finanziario nel suo insieme (vigilanza macro prudenziale). A tal fine l'ESRB dovrebbe allertare preventivamente, in merito a rischi sistemici che dovessero manifestarsi e, laddove necessario, formulerebbe raccomandazioni sui provvedimenti per far fronte a tali rischi. La creazione dell'ESRB dovrebbe consentire, pertanto, di porre rimedio ad una delle principali carenze evidenziate dalla crisi, ovvero la vulnerabilità del sistema finanziario a rischi interconnessi, complessi, settoriali e trans-settoriali.
- L'ESFS prevede la “messa in rete” delle Autorità nazionali di vigilanza finanziaria, che dovrebbero cooperare in tandem con le nuove “Autorità” europee di vigilanza per salvaguardare la solidità delle singole imprese finanziarie e per proteggere gli utenti dei servizi finanziari.

Ai sensi del *Rapporto*, l'obiettivo di creare un efficace sistema europeo di vigilanza micro finanziaria sarebbe raggiunto attraverso un processo che dovrebbe portare, dopo una revisione, non

---

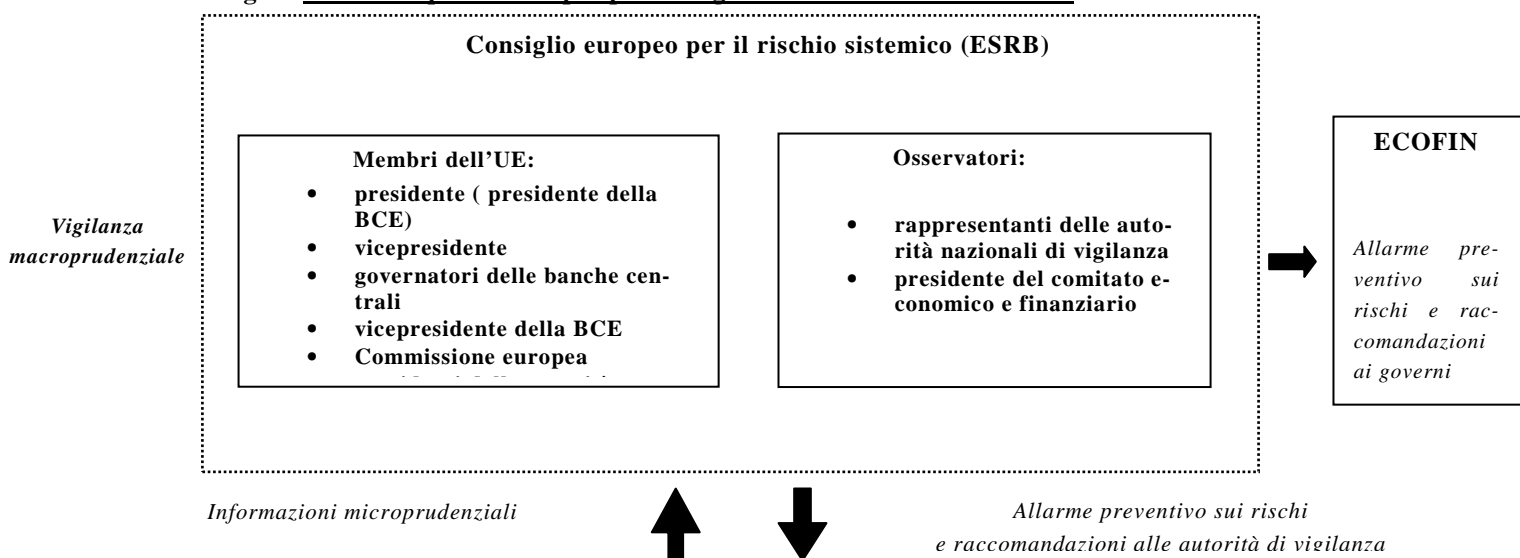
<sup>2</sup> Nel rapporto de Larosière l'organismo per il controllo del rischio sistemico era denominato ESRC (European Systemic Risk Council). Nella proposta della Commissione – e quindi nei futuri regolamenti comunitari – il nome che appare è quello di ESRB (European Systemic Risk Board), dove il termine “Council” è stato sostituito per non causare confusioni con il Consiglio dei ministri europei e con il Consiglio europeo.

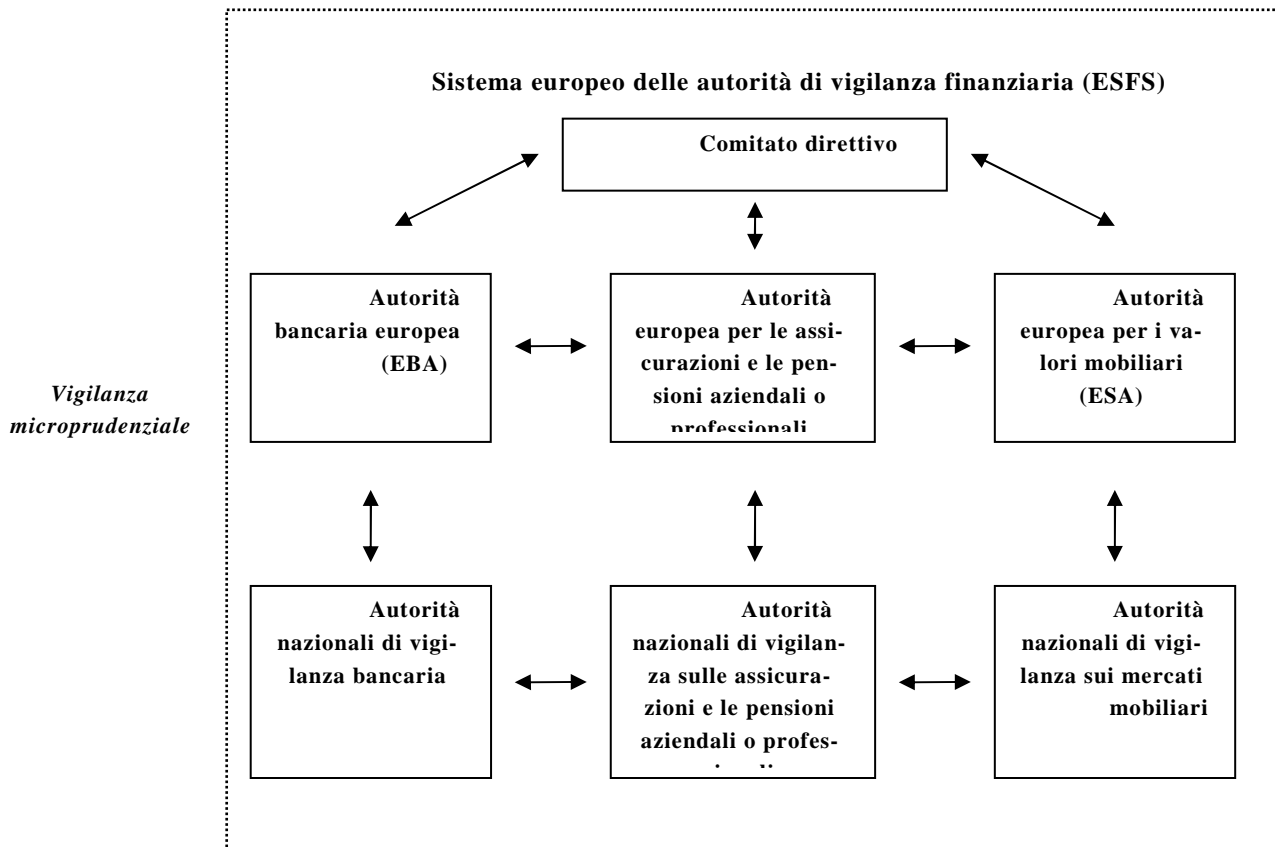
più tardi di tre anni dalla sua entrata in vigore, a considerare, tra le altre cose, l'ipotesi di introdurre maggiori compiti di micro vigilanza a livello europeo (questo punto sarà sviluppato nel seguito).

La Fig. 4 illustra i due nuovi organismi (Consiglio Europeo per il Rischio Sistemico e Sistema Europeo delle Autorità di Vigilanza) e le interazioni previste tra di loro secondo il *Rapporto*. Nelle proposte della Commissione, pur rimanendo l'impianto generale suggerito dal *Rapporto*, vi sono, rispetto allo schema, alcune differenze che riguardano principalmente la *governance* e i poteri decisionali dei nuovi organismi, aspetti sui quali si scontrano gli interessi contrapposti dei diversi soggetti coinvolti nei negoziati (BCE, Commissione, Stati membri).

Le proposte fatte dal gruppo di saggi sono state improntate ad alcuni principi chiave. Qui di seguito sono elencati quelli più rilevanti per valutare le proposte stesse, considerate troppo ambiziose da alcuni, troppo poco da altri.

**Fig. 4 Un nuovo quadro europeo per salvaguardare la stabilità finanziaria**





Il primo principio è quello di evitare discontinuità richiedendo o cambiamenti immediati al Trattato, o un rafforzato approccio cooperativo tra un gruppo selezionato di Stati membri (l'approccio Schengen).

Il sistema attuale risulta insoddisfacente e si devono introdurre maggiori responsabilità a livello europeo; ma discontinuità istituzionali sarebbero estremamente difficili da realizzare nel breve periodo e non necessarie per agire rapidamente in maniera incisiva, in modo tale da costruire su strutture e accordi già esistenti, con l'intenzione

di raggiungere nell'immediato un risultato significativo, dentro i confini del Trattato e con la partecipazione di tutti gli Stati Membri. La finestra di opportunità per i cambiamenti necessari è angusta: se non si agisce subito prevarranno le istanze di conservazione.

Un secondo principio guida è la sussidiarietà: l'onere della prova è mostrare che ciò che è fatto a livello europeo comporta una maggiore efficacia e una migliore efficienza.

Un esempio dell'applicazione dei due principi è rappresentato dal problema di spostare i compiti di vigilanza microprudenziale a livello europeo. Questo ha chiare implicazioni fiscali a causa della necessità del coinvolgimento governativo e politico nazionale quando sono in gioco "i soldi dei contribuenti" (vi è un'importante differenza, sotto questo rispetto, nei confronti degli Stati Uniti).

Un terzo principio, che anche ha una dimensione temporale, è quello della neutralità nel rispetto delle esistenti strutture e dei sistemi di vigilanza nazionali.

Un quarto principio riguarda la completezza: tutti gli aspetti della vigilanza, tutte le funzioni e le forme di intermediazione dovrebbero essere prese in esame, anche con l'intento di evitare la riemersione di sistemi bancari/finanziari paralleli.

Un quinto principio concerne l'indipendenza, finanziaria e politica, e la responsabilità istituzionale degli organi di vigilanza proposti, per accrescerne la libertà d'azione e la legittimazione.

Alla luce di questi principi, possono essere valutati i pro e i contro delle due opzioni principali presenti nel dibattito sulla riforma della vigilanza in Europa quando il gruppo de Larosière ha iniziato i suoi lavori.



La prima opzione atteneva al miglioramento della convergenza e della cooperazione tra i supervisor nazionali attraverso il potenziamento dei “colleges” dei supervisor. Questa soluzione lascerebbe praticamente immutato il sistema corrente, basato sul principio di controlli home/host, ma richiederebbe, comunque, regole di coordinamento tra le autorità nazionali. Tali regole sarebbero necessarie in considerazione degli evidenti difetti emersi durante la crisi. Questa opzione era in linea con gli orientamenti dell’Ecofin, miranti a chiarificare e incrementare il ruolo degli organismi L3, senza, peraltro, cambiare il carattere non vincolante delle loro decisioni e lasciando inalterato il loro *status* giuridico di comitati, con un ruolo di sola consultazione.

Una seconda opzione si incentrava sull’allargamento delle competenze e dei poteri della BCE. Tale opzione è stata avanzata dal Barone Lamfalussy, dal Presidente Trichet e da altri membri della BCE, e dallo stesso “gruppo de Larosière”, ma è stata declinata secondo modalità molto diverse.

La differenza più importante tra le varie proposte risiedeva nell’assegnare o meno alla BCE compiti di (micro) vigilanza per le grandi banche pan-europee. Non è stata avanzata nessuna chiara definizione operativa di queste istituzioni finanziarie, ma è appropriato ricordare che le 36 più grandi banche pan-europee (di cui 22 sono conglomerati finanziari) contano approssimativamente per circa il 70% delle attività totali delle banche europee. Il compito microprudenziale proposto implicherebbe, pertanto, un cambiamento radicale rispetto agli assetti correnti, imperniati sulla vigilanza a livello nazionale.

Il *Rapporto de Larosière*, pur rilevando le manchevolezze dell'attuale sistema, non propone un ruolo per la BCE circa la vigilanza microprudenziale (par. 171). Sono fornite molte ragioni per questa scelta; le principali sono riportate nel seguito:

- la BCE è responsabile principalmente della stabilità monetaria. Aggiungere compiti di micro vigilanza potrebbe entrare in conflitto con il suo mandato fondamentale; in caso di crisi, il supervisore sarebbe fortemente coinvolto con coloro che forniscono supporto finanziario (ovvero i Ministeri delle Finanze). Questo potrebbe portare a pressioni e interferenze politiche, minacciando l'indipendenza della BCE;
- conferire un ruolo microprudenziale alla BCE sarebbe estremamente complesso, perché in caso di crisi la BCE dovrebbe trattare con una molteplicità di Ministeri delle finanze degli Stati membri e di Supervisor nazionali;
- conferire compiti microprudenziali alla BCE presenterebbe difficoltà, considerando il fatto che alcune fra le banche centrali della BCE/SEBC non hanno competenze in termini di vigilanza;
- accordare responsabilità alla BCE, che non è responsabile per la politica monetaria di un certo numero di paesi europei, non risolverebbe il problema della necessità di un sistema di vigilanza inclusivo ed integrato;
- infine, la BCE non è autorizzata dal Trattato a controllare le compagnie assicurative. In un settore finanziario dove le transazioni nelle attività bancarie e assicurative possono avere effetti economici molto simili, un sistema di vigilanza microprudenziale non autorizzato a considerare le attività assicurative implicherebbe seri rischi di

una vigilanza frammentata.

Agli argomenti ora esposti si possono aggiungere tre ulteriori considerazioni.

La prima attiene al cumulo di responsabilità delle funzioni prudenziali micro e macro.

La seconda riguarda la procedura legale necessaria per raggiungere l'assegnamento di compiti microprudenziali. L'art. 105 (6) del Trattato è indicato come lo strumento legislativo che permetterebbe di cambiare l'architettura della vigilanza europea senza dover affrontare il difficile processo di negoziazione richiesto da una modifica del Trattato.

Ma l'art. 105 (6) richiede l'unanimità all'interno del Consiglio Ecofin. Implementare questa proposta richiederebbe, pertanto, il consenso unanime degli Stati membri sulla necessità di un sistema centrale europeo di vigilanza.

Sarebbe, inoltre, necessario prevedere l'unanimità dei governatori delle banche centrali sul cambiamento proposto, che non può naturalmente essere imposto alla BCE/SEBC, mentre è difficilmente prevedibile che tutti i Governatori concordino sull'ipotesi suddetta.

La terza considerazione è che la micro vigilanza, in relazione alla gestione e risoluzione delle crisi ha, come si è detto, una necessaria interfaccia fiscale; la BCE non ha peraltro un bilancio "sovrano" dietro la sua azione (contrariamente alla FED negli Stati Uniti) e nessun paese sembra ansioso di procedere verso una centralizzazione fiscale in Europa.

In conclusione, importanti ragioni si oppongono all'opzione di un rapido spostamento verso un modello che renda la BCE sia

l'istituzione responsabile per la vigilanza macroprudenziale in Europa, sia il solo supervisore europeo per i grandi gruppi bancari.

Un problema diverso riguarda la possibilità che la BCE possa nel tempo esplicitamente riconoscere che, oltre alla stabilità monetaria, anche la più ampia stabilità finanziaria sia un obiettivo della sua politica. La politica monetaria non può essere diretta a far scoppiare le bolle finanziarie. Ma le banche centrali dovrebbero valutare e prendere in considerazione gli sviluppi dei prezzi delle attività, ed evitare la diffusione del convincimento nel mercato dell'esistenza delle cosiddette "Greenspan puts", come appare aver fatto la FED.

Le azioni intraprese dalla BCE durante la crisi corrente non sono incoerenti con questa interpretazione/estensione. La parziale sovrapposizione della politica monetaria con la macro vigilanza non è, così, senza conseguenze (una regola aumentata à la Taylor-Blanchard?)<sup>3</sup>, ma non pone un immediato problema istituzionale e quindi di modifica del Trattato.

Sotto il profilo giuridico, la questione, nella proposta della Commissione, è risolta distinguendo in due diversi provvedimenti normativi la disciplina del costituendo ESRB. Le funzioni, i compiti, i poteri e l'organizzazione dell'organo, infatti, sono contenuti in un regolamento che adotta come base giuridica l'art. 95 del Trattato (armonizzazione in materia di mercato interno) e per la cui approvazione è sufficiente la maggioranza qualificata in seno al Consiglio

---

<sup>3</sup> Il processo di *leaning against the wind* rispetto ai prezzi delle attività potrebbe essere basato su un diverso approccio. I prezzi delle abitazioni potrebbero essere inseriti direttamente in un indice esteso dei prezzi, mentre gli andamenti dei prezzi dei titoli sarebbero valutati in maniera soggettiva dall'Autorità monetaria.

Ecofin. Il legame dell'ESRB con la BCE è disciplinato, invece, in una decisione che attribuisce alla Banca centrale i poteri necessari allo svolgimento dei compiti di partecipazione, scambio di informazioni, supporto personale e logistico e segretariato dell'ESRB. Tale decisione si basa sull'art. 105. 6 del Trattato, necessario per operare l'estensione dei poteri della BCE alle questioni di stabilità finanziaria e per predisporre, se pur implicitamente, la confluenza del BSC (Comitato di supervisione bancaria) nel nuovo ESRB, in modo da evitare la duplicazione di organi<sup>4</sup>. L'art. 105. 6, come detto sopra, richiede l'unanimità nel Consiglio perché la decisione sia approvata.

In prospettiva, dunque, un'esplicita identificazione della funzione macroprudenziale in capo alla BCE, che aggiunga al compito di preservare la stabilità monetaria quello di garantire la stabilità finanziaria, richiederebbe ulteriori riconoscimenti formali, che potrebbero arrivare fino alla modifica dei Trattati.

Il conferimento del potere di macro vigilanza all'ESRB è, tuttavia, solo un aspetto della soluzione. L'ESRB, agendo come entità macroprudenziale, sarebbe in grado di identificare i rischi che colpiscono la stabilità del sistema nel suo complesso e di raccomandare le azioni da intraprendere da parte dei policy makers nazionali. L'ESRB potrebbe contare su una approfondita conoscenza delle istituzioni, del mercato, dei prodotti, e sulla sua vicinanza ad essi.

Una struttura di identificazione e di allerta dei rischi sistemici deve coincidere con la capacità di assicurare che il monitoraggio si

---

<sup>4</sup> Il Comitato, operante nell'ambito della BCE e del CEBS, pur avendo in parte riconosciuto gli elementi di rischio sistemico, non era riuscito a innescare idonee azioni correttive.

traduca in azioni concrete di aggiustamento e di correzione di rotta.

È proprio in questo aspetto che risiede l'intrinseco punto debole del nuovo sistema, giacché, per i limiti giuridici imposti dai Trattati, il regolamento proposto dalla Commissione non riconosce all'ESRB il potere di adottare atti di natura vincolante. Una volta emesso l'avviso o la raccomandazione, dunque, l'ESRB non avrebbe più nessuno strumento di intervento per costringere i soggetti potenzialmente in grado di creare il rischio sistemico ad agire in conformità a quanto indicato. Toccherebbe, quindi, alla BCE e alle banche centrali dell'eurosistema coordinare la propria azione con l'EFC, il Consiglio Ecofin e la Commissione Europea, ciascuno nell'ambito delle rispettive responsabilità. Il potere e la responsabilità di prendere le misure di politica economica rimarrebbero fondamentalmente a livello nazionale, salvo naturalmente il caso della politica monetaria per l'Eurozona. L'Ecofin, il Sistema delle banche centrali, la Commissione europea sarebbero il perno per il passaggio dall'analisi macroprudenziale all'azione correttiva.

L'ideale sarebbe che questi organi adottassero – con l'accordo del Parlamento europeo – linee concordate di intervento, ma certo non sfugge all'osservatore l'oggettiva complessità del sistema, derivante dal coinvolgimento di tanti soggetti diversi, nessuno dei quali responsabile in ultima istanza, e dalla lungaggine e farraginosità dei processi decisionali che ne conseguono.

Il conferimento del potere di vigilanza macro all'ESRB deve, in ogni caso, essere accompagnato dalla creazione di un sistema europeo di vigilanza microprudenziale, come previsto nel processo dinamico delineato nel *Rapporto de Larosière*.

I supervisori nazionali continuerebbero ad essere responsabili per la vigilanza delle imprese e dei mercati, ma le tre Autorità sopra indicate avrebbero competenza e responsabilità per: (i) assicurare la composizione dei conflitti tra supervisori (condizione necessaria per il funzionamento, specialmente in situazioni di tensione, del sistema di intervento *home/host* e dei collegi di supervisori), (ii) adottare standard vincolanti, per superare l'evidente discordanza in Europa tra l'integrazione dei mercati e la frammentazione di regolamentazione e vigilanza, (iii) adottare decisioni in caso di emergenza, (iv) cooperare e interfacciarsi con l'ESRB per costruire la necessaria interazione tra funzioni micro-macro prudenziali, e (v) cooperare con i governi nazionali per assicurare armonizzazione e applicazione coerente degli accordi di garanzia dei depositi a livello europeo.

Si tratta, in termini più generali, di assicurare regole, standard di vigilanza e prassi di applicazione coerenti e comuni in tutti i paesi europei, garantendo, in particolare, il necessario forte coordinamento dei Collegi dei supervisori ("*Single Rulebook*"). L'autorità per il controllo sui mercati mobiliari, inoltre, eserciterebbe la vigilanza diretta su alcune entità paneuropee, in primo luogo le agenzie di rating e probabilmente le CCP (Central Counter Parties) per i prodotti OTC.

## 6. Dopo il Rapporto: tre linee di azione supplementari:

### 6.1 Imprese finanziarie rilevanti a livello sistemico in Europa: vigilanza e risoluzione

Un aspetto che richiede miglior definizione dei nuovi assetti per la regolazione e per la supervisione in Europa si incentra sulla

problematica della gestione delle crisi. Lo stesso Rapporto de Larosière riconosce e indica che il funzionamento dell'ESFS dovrebbe essere rivisto non più di tre anni dopo la sua entrata in vigore.

In questa vasta revisione, o ancor prima, si dovrà prestare un'attenzione specifica ai problemi di prevenzione, gestione e, soprattutto, risoluzione delle crisi riguardanti le istituzioni bancarie/finanziarie comunitarie rilevanti a livello sistemico. Come abbiamo imparato, questi intermediari sono pan-europei (globali) quando esistono, ma tornano nazionali quando scompaiono; *da questo discende l'esigenza di prevedere il supporto della fiscalità nazionale nel momento della risoluzione delle crisi.*

Alla luce di tale revisione, presumibilmente emergerà la necessità che maggiori compiti di vigilanza siano spostati a livello europeo, in particolare per trattare la gestione della crisi per le istituzioni pan-europee. Questo richiederebbe di combinare in modo appropriato le responsabilità microprudenziali europee e le finanze pubbliche nazionali. Il modello della Commissione Bancaria Francese COB ha un'evidente attrattiva e potrebbe essere trasposto a livello europeo, anche senza creare un bilancio pubblico europeo. In ogni caso, il sistema dovrà evitare distorsioni nella concorrenza tra le complesse istituzioni finanziarie pan-europee e le banche nazionali.

Se questa linea di ragionamento fosse accettata, le istituzioni europee competenti dovrebbero affrontare il problema, con l'intento di delineare soluzioni soddisfacenti, che potrebbero, peraltro, richiedere cambiamenti dei Trattati. Questo piano ambizioso può essere realisticamente messo in pratica solo se l'Ecofin – e quindi i governi nazionali – riconoscono la rilevanza del problema e prendono tem-



pestivamente l'iniziativa di porre la questione sul tavolo della discussione politica europea.

La complessità di questa tematica e le difficoltà da affrontare sono notevoli e investono un triplice ordine di problemi.

In primo luogo, la separatezza delle diverse fasi della crisi di una istituzione finanziaria rilevante a livello europeo è, purtroppo, un esercizio analitico, non una realtà operativa. Il passaggio dalla prevenzione alla gestione e alla risoluzione della crisi di un'impresa finanziaria può essere molto rapido. Occorre, quindi, affrontare il processo nella sua interezza.

In secondo luogo, la fase di risoluzione, nei casi di esito infuosto, implica, come detto, l'esigenza di allineamento fra responsabilità di supervisione e responsabilità fiscali. In assenza di un bilancio europeo, ciò richiede decisioni dei governi/parlamenti nazionali, in stretto coordinamento con le Banche Centrali e le Autorità di vigilanza.

In terzo luogo, una delle principali questioni irrisolte della crisi finanziaria è posta dalla identificazione della dimensione critica e delle implicazioni sistemiche di una istituzione finanziaria in crisi, ovvero di quando l'impresa in questione sia considerata "troppo sistemica per fallire". Tutto ciò crea peraltro evidenti situazioni di azzardo morale, perché si distorcono gli incentivi di mercato e degli stessi operatori, anche nelle fasi di prevenzione e di monitoraggio. Più in generale, un mercato che funzioni correttamente, non può escludere la possibilità che grandi e piccole imprese mal gestite diventino insolventi ed escano dal mercato.

In Europa, l'approccio tradizionale, che non ha evidentemente

funzionato, della cosiddetta “mappa di calore” (Memorandum of Understanding on Cooperation, giugno 2008), si proponeva di identificare situazioni sistematicamente rilevanti. Oggi occorre riconoscere l’esigenza di un approccio più integrato che consideri anche la tipologia di “imprese finanziarie sistematicamente rilevanti”. Queste potrebbero peraltro essere assoggettate alla partecipazione a un *Fondo per le istituzioni sistemiche* che sarebbe alimentato attraverso un idoneo sistema di commissioni e ne faciliterebbe la risoluzione nei casi di crisi irreversibile. Riflessioni lungo queste linee sono in corso anche negli Stati Uniti.

## 6.2 Pulire i bilanci delle banche: il problema degli attivi “tossici” e la necessità di un approccio cooperativo europeo.

Per ridare funzionalità al sistema economico e finanziario e per fermare la caduta nell’economia globale, è vitale ristabilire la fiducia nel sistema bancario.

La ricapitalizzazione e gli interventi governativi hanno avuto successo nell’evitare la dissoluzione del sistema, provato da condizioni molto difficili. Ma permangono dubbi e rischi di ricaduta.

Come potrebbe essere altrimenti se, secondo il FMI, le perdite aggregate globali del settore finanziario e delle banche continuano a crescere fino a cifre sbalorditive, apparentemente senza vederne la fine, anche se l’impatto delle “tradizionali” perdite di credito legate al ciclo è ancora relativamente limitato?

Secondo l’ultimo Rapporto di stabilità finanziaria globale (aprile 2009), il FMI indica che le perdite finanziarie aggregate possono ammontare a \$ 4 trilioni, di cui circa \$ 2.7 trilioni saranno sop-

portati direttamente dalle banche.

Le cifre disponibili mostrano che solo all'incirca \$ 1.2 trilioni di perdite delle banche sono stati registrati fino ad ora su base mondiale; così, circa \$ 1.5 trilioni di perdite devono ancora arrivare.

Per mettere queste cifre in prospettiva, si ricordi che le iniezioni totali di capitale fresco dallo scoppio della Grande Crisi Finanziaria possono essere stimate approssimativamente in \$ 1 trilione, di cui la metà, all'incirca, proveniente da denaro pubblico.

Una rilevante fonte di preoccupazione è collegata anche al fatto che il FMI ritiene che le perdite siano in continuo aumento. Nell'ottobre 2008 le valutava in \$ 1.4 trilioni, a gennaio 2009 le aveva portate fino a \$ 2.2 trilioni, per poi giungere, come indicato, a \$ 4 trilioni tre mesi dopo.

Non sorprende che i mercati rimangano scettici e che lo spettro di insolvenze bancarie future continui a minacciare i mercati e i responsabili della politica economica!

Si è registrato un curioso approccio dicotomico: mentre le stime del FMI aumentano, i policy makers, i supervisori e i banchieri si comportano come se le proiezioni fossero esagerate, senza, comunque, intraprendere un esercizio di valutazione e adottando di fatto un atteggiamento di attendismo. Strauss-Kahn è arrivato ad insinuare che i policy makers sono tentati di mettere il problema sotto il tappeto!

Le controindicazioni di una piena trasparenza sono difficili da valutare, ma l'obiettivo di fare chiarezza non può non essere portato avanti, per pulire i bilanci bancari e riparare il settore finanziario.

Il Presidente degli Stati Uniti Obama e il Segretario al Tesoro

Geithner hanno deciso di muoversi in questa direzione inaugurando un vasto piano il 23 marzo, alla Casa Bianca, e la risposta del mercato è stata nel complesso positiva; il Piano è diverso dall'iniziale proposta di Paulson (a volte indicata come “*cash for trash*”). In Europa è più difficile agire rapidamente in maniera coordinata. Le situazioni dei diversi Paesi differiscono notevolmente, le procedure per adottare decisioni comuni sono lunghe e complesse e, soprattutto, il problema del *burden sharing* rappresenta un ostacolo obiettivo.

Le ragioni per cui un'azione nella direzione sopra indicata appare opportuna sono molteplici:

- (i) in primo luogo, questo è un chiaro caso di controllo macroprudenziale: le stime disponibili indicano una minaccia continuativa rilevante per la stabilità del sistema, che richiede un'azione correttiva (disintossicazione);
- (ii) una risposta europea coordinata, basata sulle iniziative nazionali, ma attenta ai problemi posti dalle maggiori banche *cross-border*, è la necessaria controparte al piano del Tesoro negli Stati Uniti;
- (iii) il fatto che gli “*attivi tossici*” siano tenuti nei bilanci delle banche e “avvelenino” il sistema finanziario non può essere accettato;
- (iv) queste operazioni di trasparenza, se propriamente progettate e coordinate, possono riservare sorprese positive.

Soffermiamoci su quest'ultimo punto, il più importante.

Il termine “*toxic assets*” è fuorviante e dovrebbe essere abbandonato: non solo le parole suggeriscono che gli attivi sono, nel migliore dei casi, minusvalenze non realizzate in bilanci opachi, ma

trasmettono anche l'impressione di un veleno che pervade il sistema, con ripercussioni di contagio e malattia.

I veri "toxic assets", a cui a volte ci si riferisce anche come "rifiuti nucleari", dovrebbero essere identificati, isolati e sotterrati lontano – specialmente quando implicano dubbie operazioni con centri offshore – ripulendo, così, i bilanci.

Ma vi sono buone ragioni per ritenere che, in Europa e soprattutto in Italia, una parte rilevante di questi attivi sia semplicemente non-liquida, e molto difficile da valutare nelle attuali condizioni di continui "fallimenti del mercato" e di grande incertezza nelle prospettive della ripresa mondiale.

Secondo recenti stime di Moody's, il tasso di ricupero degli *unsecured bonds* supera il 50%, mentre i loro prezzi sono ben al di sotto del tasso di ricupero.

Le tecniche di *fair value* e *mark to market* possono difficilmente essere applicate nelle attuali condizioni, fortemente negative e incerte.

Molti di questi prodotti strutturati non-standardizzati sono stati costruiti per essere mantenuti fino alla scadenza. In ogni caso, è vitale distinguere tra le perdite *mark to market* e le perdite di credito attese (valori attuali dei flussi di cassa attesi fino alla scadenza). Sempre secondo le stime di Moody's, basate su un ampio campione di "attività deteriorate" (*impaired assets*), mentre i valori *mark to market* arrivano a circa il 20% del valore contabile, le perdite di credito attese sono solo un terzo dei valori nominali.

Il duplice obiettivo di trasparenza e di separazione di questi assets può essere perseguito nel quadro di speciali PPP (Partnership

tra Privato e Pubblico), con l'intento di riparare i bilanci delle banche, migliorare i rapporti di capitale e ristabilire una fiducia duratura.

Non è questa l'occasione per entrare in tecnicismi. Si indicano soltanto due opzioni disponibili in Europa, che le banche stesse dovrebbero in primo luogo valutare:

(i) Spin off: la banca crea un SPV (*Special Purpose Vehicle*) con VVA (*Variable-Value Assets*) e passività correlate. Il veicolo è scorporato tra gli esistenti azionisti e aperto a nuovi investitori (fondi pubblici, fondi di *private equity*, fondi sovrani – *Sovereign wealth Funds*);

(ii) SPV financing: la banca trasferisce a valore contabile i VVA a un SPV creato dal/i governo/i, che emette titoli pubblici in corrispondenza. La banca paga commissioni di garanzia al veicolo, le commissioni corrispondenti possono implicare l'emissione di capitale fresco riservato al governo.

In entrambi gli esempi, una proiezione e valutazione degli attivi sarebbe svolta da squadre indipendenti di esperti nell'alveo di un neo-costituito "Fondo di stabilizzazione" europeo. La dimensione europea sarebbe opportuna anche per assicurare il pieno mantenimento di condizioni di concorrenza, senza cedere a tentazioni di "campioni nazionali". Da un punto di vista macroprudenziale è chiaro che la ricapitalizzazione e la problematica della ripresa degli assets a valore variabile delle banche dovrebbero avere luogo simultaneamente.

### 6.3 Riaprire il processo di *securitizzazione*

La securitizzazione è, in linea di principio, uno sviluppo positivo delle ultime tre decadi.

Gli eccessi e i rischi connessi alle securitizzazioni sintetiche e l'abuso di derivati OTC (*Over The Counter*) e di pratiche OtT (*Originated to Transfer*) non dovrebbero farci dimenticare la necessità di riattivare il mercato delle securitizzazioni, anche per evitare che il peso del finanziamento dell'economia cada esclusivamente sulle banche, vincolate dal capital standard.

Suggerimenti in queste direzioni sono stati dati, per esempio, dal Presidente del Financial Stability Board, Mario Draghi. Un approccio nuovo potrebbe essere basato sul raggruppamento e securitizzazione di nuovi crediti. I titoli dovrebbero essere appropriatamente selezionati e dovrebbero essere venduti ai mercati per tranche ed eventualmente con garanzie governative. Anche in questo caso le banche dovrebbero pagare appropriate commissioni di garanzia. La BEI (*Banca Europea per gli Investimenti*) e la Commissione europea potrebbero svolgere un ruolo importante in quest'area, attingendo alla loro esperienza nel LGTT (*Loan Guarantee Instrument for Trans-European Transport Networks*). Questo innovativo strumento finanziario è stato elaborato per facilitare una più ampia partecipazione da parte del settore privato nel finanziamento del TEN (*Trans-European Networks*), riducendo il profilo di rischio per i *senior lenders*.

È importante sottolineare che il processo necessario di disintossicazione delle banche e la riapertura dei meccanismi di securitizzazione dovrebbero procedere in parallelo. Si tratta, al riguardo, anche di rivisitare opportunamente e rapidamente i meccanismi sui

nuovi requisiti di capitale. Occorre evitare gli errori del passato, ma al contempo consentire la graduale riapertura della securitizzazione. La disintossicazione delle banche operata minimizzando i sostegni pubblici implica necessariamente transazioni che rappresentano risecuritizzazioni. Al riguardo è comunque fondamentale tener anche conto delle analisi in corso a livello di CESR sull'esigenza di modelli più rigorosi, ma non su un divieto di fatto, per la circolazione e per le transazioni di asset illiquidi.

7. Come si è indicato in questo lavoro, molteplici sono le cause della crisi del 2007/2009: una crisi comparabile per entità a quella della fine degli anni 20, ma con componenti finanziarie diverse e più accentuate (Capriglione, 2009).

Molti sono pertanto risultati i "fallimenti" sottostanti la crisi (Masera, 2009). In primo luogo, errori di politica macro economica connessi prevalentemente alla politica monetaria lasca e volatile degli Stati Uniti. I principali connotati possono essere individuati nella creazione eccessiva di liquidità, nella generazione di credito con insufficiente attenzione alla bolla immobiliare e ai meccanismi di finanziamento dei mercati sub-prime. Si è inoltre consentita la formazione di insostenibili squilibri globali nei mercati finanziari dei beni e nelle relazioni fra flussi di risparmio e di investimento. L'architettura finanziaria globale aveva trascurato l'esigenza di evitare enormi e prolungati sbilanci esterni e disallineamenti profondi nei tassi di cambio reali.

Altrettanto gravi sono stati i fallimenti all'interno delle istituzioni finanziarie e dei mercati. Sono state sottolineate le implicazio-



ni connesse allo spostamento nel modello tradizionale “*Buy and Hold*” al modello “*Originate to Transfer*” nelle banche globali. I modelli di governo societario hanno mostrato gravi manchevolezze, in particolare nei meccanismi di remunerazione/incentivazione e nella insufficiente attenzione ai checks and balances fra i prenditori e i controllori del rischio. La gestione del rischio ha risentito di errori rilevanti nei processi di valutazione di prodotti finanziari innovativi basati su strumenti derivati complessi. L’interazione fra rischio di modello, di liquidità, di credito e di finanziamento esterno non è stata correttamente individuata. I fallimenti delle Agenzie di Rating, in particolare nella valutazione del rischio dei titoli strutturati, hanno rappresentato una delle caratteristiche cruciali della crisi. Al di là degli errori analitici, anche in questo caso, si è manifestata una non controllata situazione di conflitto di interessi e, più in generale, di insoddisfacente relazione mandante / mandatario.

Infine, l’attenzione è stata posta sui fallimenti della regolazione, della vigilanza, dei principi contabili e della gestione delle crisi. Sono emerse appieno le gravi manchevolezze sia degli standard di capitale, sia dei nuovi standard contabili. La vigilanza multilaterale è risultata insufficiente; le strutture per prevenire, gestire e risolvere le crisi sono apparse inadeguate. È mancata, in particolare, la valutazione della diversità fra vigilanza macro e micro prudenziale, con un focus eccessivo sulla micro vigilanza prudenziale delle singole istituzioni finanziarie e un’insufficiente attenzione ai rischi macro sistemici di shock contagiosi, correlati e orizzontali. Occorre comunque sottolineare, in conclusione, che il superamento della crisi richiede, in termini più generali, una rivisitazione culturale e un

adattamento del paradigma economico di riferimento, in cui si riconosca che il corretto modo di operare di un sistema finanziario e di un'economia globale aperti, integrati e innovativi richiede comunque una buona regolamentazione, idonea vigilanza e appropriati modelli di governo societario. Il problema non è quello di avere più regolamentazione, ovvero di soffocare l'innovazione, ma quello di creare rapidamente un miglior quadro di regole, di vigilanza e di supervisione a livello europeo e globale. Il Rapporto de Larosière rappresenta un progetto per un'azione rapida e concreta. Si tratta di riconoscere le enormi potenzialità dei mercati, ma di essere consapevoli che i mercati richiedono buone regole, buona vigilanza e buon governo societario per poter funzionare, superando così il mito culturale della "Nuova Era Economica", affermatosi dopo la caduta del muro di Berlino.

Gli avanzamenti nell'analisi economica e, soprattutto, gli enormi progressi nelle tecniche quantitative - matematiche, statistiche, probabilistiche, finanziarie - avevano portato negli ultimi due decenni - caratterizzati da: globalizzazione, affermazione delle logiche di mercato anche nelle economie precedentemente "di comando", crescita sostenuta a livello mondiale - al graduale affermarsi di un diverso e nuovo paradigma, definito appunto "la Nuova Era Economica".

L'economia avrebbe superato l'"invidia per la fisica" e, più in generale, per le scienze esatte. Si sarebbe, cioè, assistito a un cambiamento epocale analogo a quelli registrati nella fisica della termodinamica con le leggi di Newton o nella fisica nucleare con la teoria della relatività di Einstein.

Nella Nuova Economia azioni, reazioni e retroazioni degli agenti economici diventavano prevedibili con grado di fiducia elevato. Non solo, le aspettative e le azioni degli agenti e dei mercati erano endogenamente atte a correggere tendenze destabilizzanti e a riportare verso il processo di crescita sostenuto e sostenibile dell'economia mondiale.

Il mercato e il meccanismo dei prezzi sarebbero cioè risultati efficienti e auto stabilizzanti.

In questo contesto le tradizionali politiche di domanda "keynesiane" diventavano sostanzialmente inutili, o addirittura controproducenti.

Regole semplici di crescita monetaria e di equilibrio dei bilanci pubblici rappresentavano il modello di riferimento. Le politiche economiche dovevano piuttosto rivolgersi a riforme strutturali e ad agire sull'offerta, per favorire il funzionamento dei meccanismi di mercato.

All'affermarsi della Nuova Economia - che possiamo appunto datare fra il 1989 (la caduta del muro di Berlino) e il 2007 (l'inizio della grande crisi finanziaria) - avevano contribuito quattro filoni di avanzamento della scienza economica sviluppati a partire dagli inizi degli anni '60.

- 1) L'approccio delle aspettative razionali (Muth, 1961)
- 2) L'ipotesi dei mercati finanziari efficienti (Fama, 1970, 1979)
- 3) La nuova macro-economia classica (Lucas 1976)
- 4) I modelli di valutazione delle opzioni, del rischio e degli asset finanziari sulla base di modelli opzionali stocastici, che si affiancavano a, e sostituivano gradualmente, quelli "tradizionali" attuariali

(Black e Scholes 1973), Merton (1973).

Come molti neo-keynesiani avevano male interpretato e rappresentato Keynes nel proporre le così dette politiche economiche “keynesiane” della domanda e della spesa pubblica in disavanzo, così, negli ultimi anni, molti economisti e responsabili della politica economica dimenticavano le cautele e applicavano acriticamente i nuovi modelli. Si diffondeva il convincimento che i modelli e le metodologie quantitative, sofisticati e complessi, fondati sul combinato disposto di aspettative razionali, mercati efficienti e passeggiate casuali, spiegassero perché i mercati esprimevano prezzi comunque sostanzialmente corretti, con capacità endogena di correggere tendenze devianti, evitando pertanto fenomeni di fondamentale instabilità.

Secondo questo approccio, l’economia, che può essere stilizzata e modellata come un sistema dinamico stocastico, è continuamente disturbata da shock. Ma i mercati tendono a riportare produzione, occupazione, prezzi degli asset al loro sentiero di equilibrio e ai loro valori naturali/fondamentali. La lentezza del ritorno all’equilibrio dipende fundamentalmente dalle rigidità presenti nel sistema economico, principalmente da quelle connesse ai meccanismi di formazione di salari e prezzi.

E’ proprio la combinazione di aspettative razionali e di rigidità strutturali che rallenta il ritorno all’equilibrio: le aspettative, razionali, efficienti e flessibili, incorporano le rigidità strutturali, che sono una caratteristica intrinseca del sistema economico. Gli agenti economici razionali formulano, inoltre, aspettative sia sugli interventi correnti, sia su quelli futuri di politica economica.

Sulla base di questo paradigma, le autorità devono pertanto muoversi su due fronti. In primo luogo occorre intraprendere un programma di interventi di politica dell'offerta, volti a rimuovere le rigidità strutturali. Questo consente ai mercati di riportare all'equilibrio più rapidamente, non solo per gli effetti diretti delle politiche attuate sui meccanismi di mercato, ma anche per le aspettative degli operatori sulle azioni future. In secondo luogo, è necessario formulare un programma e definire regole circa le politiche monetarie, fiscali, del cambio che predeterminino le mosse di politica in ogni possibile contingenza.

Le aspettative razionali ed efficienti degli agenti inficiano infatti la prevedibilità e l'efficacia di politiche keynesiane discrezionali, fondate sui modelli econometrici tradizionali dell'economia. In tali modelli, le cosiddette "equazioni strutturali", dalle quali veniva desunta la valutazione quantitativa degli effetti delle politiche monetarie e fiscali e di controllo della domanda e dei prezzi, non possono essere considerate stabili. Sulla base della "critica di Lucas" (Lucas, 1976) i parametri delle equazioni risultano infatti condizionali rispetto all'assetto istituzionale e al regime di politica economica in vigore, che influenzano le aspettative e i comportamenti degli operatori economici. Se gli assetti e i regimi si modificano, anche i processi di formazione delle aspettative e le reazioni degli agenti si alterano corrispondentemente; i parametri "strutturali" stimati in base all'esperienza (e alle politiche) passate cambiano, inficiando l'attendibilità e l'efficacia delle politiche economiche discrezionali.

Si è assistito così a una triplice declinazione del concetto che "*the market is always right*".

In primo luogo, la prevedibilità della evoluzione macroeconomica e la non necessità, anzi l'inopportunità delle politiche di controllo della domanda.

In secondo luogo, l'efficienza informativa, allocativa, distributiva degli equilibri di mercato, che corrispondevano a criteri di ottimo paretiano.

In terzo luogo, con riferimento specifico alla moneta e alla finanza, la tendenza verso la deregolamentazione, e comunque la cautela nell'introdurre vincoli nel mondo finanziario, che avrebbero potuto coartare l'innovazione, considerata in linea di principio comunque positiva, anche se rivolta prevalentemente all'arbitraggio regolamentare.

In questo contesto "culturale" si attira l'attenzione su due corollari: il ciclo diventa fundamentalmente obsoleto, perché il mercato e gli operatori razionali impediscono deviazioni fondamentali dall'equilibrio reale. Se il prezzo è sempre giusto, la speculazione destabilizzante rappresenta un fenomeno di secondaria importanza, che non mette in discussione la capacità di autocorrezione del mercato stesso.

Il modo più pregnante di interpretare e superare la grande crisi finanziaria, prima, e reale, dopo, del 2007/2009 è, pertanto, quello di rivisitare criticamente le tesi e le implicazioni della "Nuova Economia".

Gli eventi dei due anni passati sottolineano l'esigenza di riconsiderare la fede acritica sulla capacità di autoregolazione e di autocorrezione dei mercati, diffidando dunque dagli estremismi che si erano affermati negli ultimi anni.

Si ripropone cioè la rilevanza dei “fallimenti di mercato”, intrinsecamente connessi al funzionamento delle moderne economie monetarie aperte e integrate. Questo non significa assolutamente respingere il paradigma dell’economia di mercato, ma solo affermare l’esigenza di riconoscere che politiche economiche sostenibili, di domanda e di offerta, sono necessarie per prevenire e contenere le possibili patologie del mercato e la manifestazione di gravi “bolle” destabilizzanti.

Il termine “bolla speculativa” identifica una situazione nella quale il prezzo corrente (o di mercato) di una attività reale o finanziaria diverge in modo esplosivo rispetto a quello del suo “valore fondamentale” o “valore corretto” (fair value).

Per valore fondamentale di un’attività s’intende quello che è calcolato sommando il reddito futuro generato dall’attività stessa e scontando la somma al suo valore attuale: il valore in questione è pertanto un valore derivato, capitalizzato, dei futuri rendimenti. Tali rendimenti sono necessariamente rendimenti attesi, stocastici.

Si può pertanto affermare che la bolla implica una situazione di market failure, ovvero di inefficienza nei processi valutativi del mercato e pertanto in quelli allocativi e distributivi.

Gli esempi di bolle sono di lunga data e abbondano. Fra i casi più antichi e famosi si possono citare quelli dei tulipani olandesi (1636-37) e quelli del Mare del Sud/Inghilterra e del Mississippi/Francia, del 1720, che sono innescati dai problemi di finanziamento dei debiti dei due governi a seguito della guerra di successione di Spagna (1702-1713). Un’analisi degli episodi di instabilità che hanno caratterizzato l’Italia dall’Unità ai nostri tempi è condotta da J.

Martinez Oliva e G. Schlitzer (2005).

L'instabilità finanziaria può essere originata da fenomeni reali, ovvero può ripercuotersi sull'equilibrio reale. In ogni caso, le bolle propongono all'attenzione tre questioni fondamentali, intimamente collegate, anche se logicamente distinte.

1) La razionalità degli agenti economici e l'efficienza dei mercati vengono poste in discussione.

2) La manifestazione di fallimenti di mercato, con esternalità negative propone l'esigenza di buone regole e di buone politiche, atte a evitare instabilità e a promuovere il sano e corretto funzionamento dei mercati.

3) Il terzo punto insiste sulla rivisitazione critica delle assunzioni semplificatrici richieste dai modelli di valutazione degli asset. I modelli di equilibrio dei mercati finanziari sono stati sviluppati nei casi più semplici facendo l'ipotesi di perfetta antiveggenza in media degli operatori. Hicks (1977) già aveva mostrato i limiti di questi assunti. Successivamente, i processi valutativi, come indicato, sono stati basati sull'analisi di arbitraggio/analisi dei contingent claims. Secondo quest'approccio, si replicano i pay-off dei titoli nuovi o esistenti attraverso un portafoglio di altri titoli. Le possibilità di replica sono particolarmente potenti nei modelli stocastici in tempo continuo (Merton, 1990), che tuttavia implicano generalmente ipotesi molto restrittive in termini di efficienza e di normalità delle distribuzioni probabilistiche di riferimento, nonché di comportamenti razionali nei processi di formazione e revisione delle aspettative.

La grande crisi finanziaria ha fatto esplodere l'illusione che la scienza economica fosse diventata – o potesse diventare una scienza



esatta, analoga alle scienze naturali.

L'illusione è dipesa dal convincimento di poter contare sull'enorme avanzamento delle metodologie quantitative e sulla loro applicazione ai comportamenti economici, per modellare con elevato grado di fiducia e individuare sulla base di teorie deduttive leggi di comportamento analoghe a quelle tra oggetti inanimati, governati da leggi determinate e sostanzialmente immutabili.

In questo approccio, il mercato diventava autoreferenziale, in quanto era sostanzialmente in grado di fornire sempre il prezzo giusto e quindi di autoregolarsi e di autocorreggersi. Le stesse politiche economiche di domanda risultavano inefficaci e/o inopportune.

Non si tratta oggi di rimettere in discussione l'economia di mercato, ma di riconoscere che i mercati monetari e finanziari sono molto sensibili e possono diventare instabili. Come mero ordine di riferimento le perdite finanziarie tra il 2007 e il 2010, secondo il FMI, potrebbero superare i 4 trilioni di euro, mentre gli interventi pubblici sono risultati sin qui pari a circa 10 trilioni di dollari; questi dati si commisurano ai circa 2 trilioni di dollari di privatizzazioni realizzate nel mondo nei precedenti 25 anni. Razionalità ed efficienza sono ipotesi rilevanti, ma non possono essere considerate come elementi che caratterizzano sempre l'economia.

Occorre pertanto che il buon funzionamento dei mercati – segnatamente del Sistema Finanziario Globale - sia accompagnato da sane politiche economiche, buone regole, efficace supervisione macroeconomica e pregnante supervisione microprudenziale. In particolare i mercati globali non possono non essere ancorati a uno standard legale internazionale riconosciuto (Tremonti, 2009).

Il Rapporto de Larosière ha elaborato linee guida per una rapida riforma degli assetti di vigilanza e di supervisione in Europa e fornito suggerimenti per una migliore regolazione di mercati e intermediari, non per più regole.

L'architettura proposta può essere implementata senza cambiamenti dei Trattati, che imporrebbero comunque tempi lunghi e sarebbero di esito incerto. Il Consiglio, il Parlamento e la Commissione sembrano aver condiviso l'approccio, sia pure con alcune modifiche nelle recenti proposte normative della Commissione attualmente in discussione. E' importante la rapidità dell'azione, per evitare che le forze di conservazione e gli (pseudo) interessi nazionali prendano il sopravvento.

Come si è accennato in questo lavoro, modifiche più profonde degli assetti e delle istituzioni – che implicherebbero cambiamenti nei Trattati – potranno rendersi necessarie. Le misure proposte sono coerenti con un processo evolutivo di più ampio respiro.

*Rainer Masera*

Ordinario di Politica Economica,  
nell'Università G. Marconi di Roma.  
Membro del Gruppo de Larosière.

*Appendice. - Vigilanza finanziaria in europa: schema riepilogativo.*

1. Vigilanza del Sistema Finanziario

La vigilanza del sistema finanziario - composto da intermediari, mercati, derivati, prodotti e infrastrutture (pagamenti, regolamenti, compensazioni e, appunto, vigilanza finanziaria) (cfr. Fig. 1) - si articola in: regolazione e supervisione.

I processi dinamici e interattivi di regolazione e di supervisione sono logicamente distinti, ma strettamente connessi nella realtà operativa. Pertanto essi richiedono, al contempo, una visione unitaria e un'analisi specifica.

L'esigenza di un'ideale vigilanza del sistema finanziario, per favorirne il corretto fun-

zionamento e per salvaguardarne gli utenti, è fondamentalmente connessa alla necessità di prevenire e di correggere possibili “fallimenti di mercato”, in particolare: 1. Divaricazione tra costi (benefici) privati e sociali 2. Problemi di potere di mercato 3. Problemi di informazione costosa/asimmetrica, di relazione mandante/mandatario e di mercati incompleti.

I principali obiettivi della vigilanza possono pertanto essere riepilogati come segue: 1. Favorire la stabilità senza coartare l'efficienza 2. Imporre regole del gioco omogenee ed assicurare la concorrenza 3. Assicurare trasparenza e standard minimi di qualità 4. Evitare malfunzionamenti, disciplinare le relazioni mandante/mandatario e i conflitti di interesse, 5. Salvaguardare l'utente.

## 2. Regolazione e supervisione finanziaria

La Regolazione finanziaria identifica il processo attraverso il quale vengono definiti – e modificati nel tempo – le regole e gli standard che governano il sistema finanziario.

La Supervisione finanziaria definisce il processo attraverso il quale le Autorità di vigilanza supervisionano intermediari, mercati, strumenti e operatori per assicurare il buon funzionamento del sistema finanziario e il rispetto dell'ideale applicazione di regole e standard.

Le complesse modalità dei processi di regolazione e supervisione finanziaria in Europa e i diversi livelli di articolazione normativa attualmente esistenti (procedura Lamfalussy) sono stati illustrati nella Fig. 2 e nelle pagg. 11 e 12.

## 3. Supervisione macro e micro prudenziale

La Supervisione finanziaria richiede la distinzione tra due livelli: macro e micro.

La supervisione macroprudenziale è rivolta ad identificare e valutare, nonché, se necessario, attirare l'attenzione dei responsabili sui rischi potenziali per la stabilità finanziaria derivanti da sviluppi macro economici e del sistema finanziario nel suo insieme, raccomandando infine provvedimenti e misure idonei a far fronte a tali rischi.

La vulnerabilità del sistema finanziario a rischi sistemici, interconnessi, complessi, settoriali e intersettoriali richiede una valutazione sia delle situazioni, sia delle istituzioni che possono, entrando in crisi, innescare un impatto sistemico.

Le carenze della supervisione macroprudenziale sono emerse con particolare evidenza nella crisi del 2007/2009.

La supervisione microprudenziale concerne le Autorità di vigilanza e la loro azione per salvaguardare la solidità e l'efficienza delle singole imprese finanziarie e proteggere gli utenti dei servizi finanziari.

Come è stato indicato nella Fig. 3, il nuovo modello a “diamante” di analisi della vigilanza finanziaria mostra che la vigilanza macroprudenziale svolge un ruolo chiave sia direttamente sia per le interazioni, descritte dalle frecce, non solo con la politica economica e con l'azione microprudenziale, ma anche con la stessa regolazione.

## 4. Verso un nuovo assetto europeo di vigilanza

Il nuovo quadro europeo di vigilanza in Europa proposto dal Rapporto de Larosière, sostanzialmente recepito dal Consiglio europeo e in fase di attuazione, è stato sintetizzato nella Fig. 4.

La supervisione finanziaria è fondata su due pilastri: il Consiglio europeo per il rischio sistemico (supervisione macroprudenziale) e il Sistema europeo delle Autorità di vigilanza fi-

nanziaria, costituito, a sua volta, da un assetto a rete, articolato sull'integrazione e sull'interazione tra Autorità nazionali e nuove Autorità europee.

Il processo di regolazione, ovvero di definizione delle regole e degli standard, continua a poggiare sulla procedura Lamfalussy, con opportune modifiche consentite dalla operatività interattiva dell'ESRC e dell'ESFS.

### *Riferimenti bibliografici*

- Akerlof G., 2002, "Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior", *American Economic Review*, June.
- Bair S., 2009, "Too Big To Fail", Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, U.S. Senate, Senate Office Building, May 6.
- Barone-Adesi G., 2009, "Seven Pillars of Wisdom", The Swiss Finance Institute, University of Lugano, May 14.
- Black F. e Scholes M., 1973 "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, May-June
- Brown R., 1828, "A Brief account of microscopical observations made in the months of June, July and August 1827 on the particles contained in the pollen of plants", privately circulated.
- Brunnermeier M. et al., 2009, "The Fundamental Principles of Financial Regulation", CEPR.
- Capriglione F., 2009, "Crisi a Confronto" (1929 e 2009) Il caso italiano. Cedam, Padova.
- Commissione europea, 2009, "Comunicazione su European Financial Supervision", Brussels, May 27.
- de La Rosière J., 2009, "Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU", European Commission, Brussels, Feb. 25.
- Di Noia C., e Micossi S. con Carmassi J. e Peirce F., 2009, "Keep It Simple Policy Responses To The Financial Crisis", Centre for European Policy Studies (CEPS), Brussels, Assonime, Rome.
- Draghi M., 2009, Intervento, "AIAF-ASSIOM-ATIC FOREX", Milano, Febbraio 21.
- Dragomir L., 2009, "European Prudential Banking Regulation And Supervision", Routledge, in corso di pubblicazione.
- ECFIN, 2008, "MoU on Cooperation on cross-border financial stability", Brussels, June 1.
- Einstein A., 1905, "Über die von der molekularkinetischen Theorie der Wärme geforderte Bewegung von in ruhenden Flüssigkeiten suspendierten Teilchen", *Annalen der Physik und Chemie*, 17 (4), 549-560
- Fama E., 1970, "Efficient capital markets: a review of theory and empirical work, *Journal of Finance*
- Fama, E., 1991, "Efficient capital markets: II", *Journal of Finance*
- Gaspar V. e Schinasi G., 2009, "Global Financial Crisis, Current Market Conditions and Remaining Policy Challenges", BEPA Monthly Brief, March.
- Group of Thirty, 2009, "The structure of financial supervision – Approaches and Challenges in a Global Marketplace".
- IMF, 2009 "Global Financial Stability Report", April.
- Hamilton J., 1999, "Time Series Analysis", Princeton, University Press.
- Hicks J., 1967, "Critical Essays in Monetary Theory, Oxford, University Press.
- Hicks J., 1977, "Economic Perspectives: further Essays on Money and Growth", Oxford, University Press.
- Itô K., 1944, "Stochastic integrals", Proceedings of the Imperial Academy, Tokyo.

- Itô K., 1951, "On Stochastic Differential Equations", American Mathematical Society, 4
- Kahneman D., 2007, "Economia della Felicità", Milano, Il Sole 24 Ore.
- Lastra R., 2006, "Legal Foundation On International Monetary Stability", Oxford University Press, Oxford.
- Lucas R., 1976, "Econometric Policy Evaluation: a Critique", in "The Phillips Curve", (a cura di) Brunner K. e Meltzer A., Amsterdam, North Holland.
- Malliari A. e Brock W., 1988, "Stochastic Methods in Economics and Finance", Amsterdam, North Holland.
- Markov A., 1954, "Theory of algorithms". [Translated by Jacques J. Schorr-Kon and PST staff] Imprint Moscow, Academy of Sciences of the USSR, 1954 [i.e. Jerusalem, Israel Program for Scientific Translations, 1961; available from the Office of Technical Services, U.S. Dept. of Commerce, Washington] Description 444 p. 28 cm. Added t.p. in Russian Translation of Works of the Mathematical Institute, Academy of Sciences of the USSR, v. 42. Original title: Teoriya algorifmov. [QA248.M2943 Dartmouth College library. U.S. Dept. of Commerce, Office of Technical Services, number OTS 60-51085.].
- Martinez Oliva J. e Schlitzer G., 2005, "Le battaglie della lira", Firenze Le Monnier.
- Masera R., 2005, "Prefazione a Le battaglie della lira" di Martinez Oliva J. e Schlitzer G., Firenze Le Monnier.
- Masera R., 2006, "La Corporate Governance nelle Banche", Bologna, Il Mulino
- Masera R. e Mazzoni G., 2007, "Actuarial and Continuous Time Risk Models: Towards a Synthesis", Proceedings of the CLADAG Conference, Macerata 12-14 settembre.
- Masera R., 2009, (a cura di) "The Great Financial Crisis", Roma, Bancaria Ed.
- Merton R., 1973, "Theory of Rational Option Pricing", Bell Journal of Economics and Management Science, Spring.
- Merton R., 1990, "Continuous Time Finance", Oxford, B. Blackwell.
- Moody's, 2009, "European Corporate Default and Recovery Rates", May.
- Muth J., 1961, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements", *Econometrica*.
- Rosengren E., 2009, "Challenges in resolving systemically important financial institutions" The Institute of Regulation and Risk North Asia, Hong Kong, May 5.
- Saccomanni F., 2008, "La Crisi Internazionale: Elementi Di Dialogo Con Gli Operatori", paper presentato alla conferenza LA TURBOLENZA DEI MERCATI FINANZIARI: DIALOGO FRA' AUTORITA' E OPERATORI, Milano, Febbraio 19.
- Savona P. e Oldani C., 2009, "Crisis, Response And Innovation In Europe", THE 2009 PRE-G8 SUMMIT CONFERENCE, Rome, June 30.
- Sarcinelli M., 2009, "2007: La Crisi da Subprime", in Perez R. (a cura di), "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino.
- Spaventa L., 2009, "La crisi della nuova finanza", in Perez R. (a cura di), "Finanza privata e finanza pubblica", Maggioli ed., San Marino.
- Strauss-Kahn D., 2009, "Speech", School of Advanced International Studies, Washington D.C., April 23.
- Tremonti G., 2009, "International Legal Standard" [www.tesoro.it/documenti](http://www.tesoro.it/documenti)
- Unicredit Group, 2009, "Forum on financial cross-border groups", March.
- Wiener N., 1923, Differential Space, *Journal of Mathematical Physics* 2, 131-174.

NOTE IN TEMA DI “REGOLE” - “REGOLAZIONE” - “ARBITRI”  
COLLEGATI IN “RETE” PER UNA LIBERA CONCORRENZA \*

SOMMARIO: 1. La “REC” (o Rete Europea della Concorrenza) per un diritto comune delle libertà economiche che imbrigli l’illiberale *homo æconomicus* M. Prohibant. 2. Qualche utile premessa sui caratteri giuridici pubblicistici della “rete”. 3. Quali sanzioni può vedersi applicate Monsieur Prohibant nella Rete Europea della Concorrenza per comportamenti anticoncorrenziali? 4. Considerazioni in tema di reti e di maglie che si aprono distinguendo tra concorrenza e regolazione.

1- Da alcuni anni, si va perfezionando un’interessante applicazione coordinata del diritto europeo della concorrenza (comunitario e degli Stati membri), che sfrutta le potenzialità delle *reti informatiche*: ci si riferisce alla “*Rete europea della concorrenza*”<sup>1</sup>, messa a punto dal Regolamento comunitario n°1/2003<sup>2</sup>, adottato il 16 dicembre 2002. Al fine di meglio e-

---

\* Il presente lavoro è frutto di riflessioni condotte congiuntamente dai due Autori. Tuttavia, a fini accademici, i paragrafi 1 e 2 sono attribuibili a Francesco Coccozza, mentre i paragrafi 3 e 4 sono attribuibili a Stefania Zanzi.

<sup>1</sup> Sul tema si veda M. MESSINA, *La Rete europea delle autorità garanti della concorrenza tra Convenzione europea dei diritti dell’uomo e Carta dei diritti fondamentali*, in *Il Diritto dell’Unione europea*, 4, 2008, 731 e segg.

<sup>2</sup> Per un primo commento del Regolamento comunitario in oggetto si veda D. IELO, *L’internazionalizzazione del controllo antitrust: dalla rete internazionale della concorrenza al regolamento n. 1/2003*, in *Diritto & Formazione*, 11, 2003, 1537 e segg.

saminare gli aspetti più rilevanti della “REC” per l’ottica di un *diritto pubblico antitrust*, coinvolgeremo in questo breve saggio un personaggio immaginario (*Monsieur Pohibant*), creato dalla colta letteratura francese, per simboleggiare il retaggio protezionistico e corporativo che inquina la libera concorrenza in Europa, tanto che gli operatori economici cercano spesso di eludere, quanto meno, se non di violare apertamente le norme antitrust<sup>3</sup>. Diamo per scontata, ovviamente, la conoscenza delle norme europee che disciplinano la concorrenza nei Paesi membri dell’Europa Comunitaria: innanzi tutto, delle norme dei Trattati europei che riguardano gli abusi della posizione acquisita da un’impresa sul mercato e la repressione delle norme restrittive (intese e concentrazioni) della concorrenza stessa, ed anche le norme europee di diritto comunitario derivato sulla stessa materia.

---

<sup>3</sup> Il personaggio in questione trae spunto da un intervento di Alain MADELIN, Ministre des Entreprises et du Développement del Governo francese dell’epoca, alla *Tavola rotonda* del 22 novembre 1993 sull’opera dell’economista liberale francese del XIX secolo Frédéric Bastiat, riprodotta poi in F. BASTIAT, *Ce qu’on voit et ce qu’on ne voit pas. Choix de Sophismes et de Pamphlets économiques (Préface Jacques GARELLO)*, Terza edizione, Paris, Romillat, 2004, p. 19. Il signore protagonista dell’aneddoto è un imprenditore francese nel settore dell’acciaio, che vive alla frontiera con il Belgio. L’ineffabile individuo nutre ambizioni monopolistiche e si accorge di subire la concorrenza degli imprenditori del Paese confinante. Decide allora di recarsi sul confine per scoraggiare con l’uso delle armi l’ingresso in Francia dell’acciaio proveniente dal Belgio. Ma, essendo tutto sommato riflessivo, M. Prohibant comprende che corre il rischio di analoghe, pericolose ritorsioni a suo danno da parte dei produttori del Paese confinante, nel momento in cui entra in territorio belga. Gli sovviene allora che a Parigi esiste una “fabbrica delle leggi”, denominata *Assemblée Nationale*, rivolgendosi alla quale potrebbe ottenere leggi protezionistiche che gli consentano di raggiungere lo stesso risultato sperato (bloccare cioè il transito di acciaio proveniente dal Belgio), senza correre il rischio di affrontare il temuto spargimento di sangue.

Così come diamo per scontata la conoscenza degli organi chiamati a far rispettare le norme europee sulla concorrenza. Com'è noto, la Commissione CE che provvede alla funzione antitrust non è sola: tutti gli Stati membri hanno il potere di *applicare* le norme in questione ed hanno apparati preposti a ciò. Potendo altresì disporre divieti di accordi e pratiche limitative della concorrenza e sanzionare le imprese che hanno violato le norme comunitarie di riferimento. Gli Stati europei sono dotati infatti di pubblici poteri antitrust nazionali, che debbono far rispettare le norme sulla concorrenza, in un contesto di coerenza con l'ordinamento comunitario.

Per la tutela della concorrenza, si è dunque imposta una “*stretta collaborazione*” tra *Commissione europea* ed *Autorità antitrust nazionali* degli Stati membri, nell'ambito della “*rete*” detta *European Competition Network (ECN)* o *Rete Europea della Concorrenza (REC)*<sup>4</sup>. Tale “*stretta collaborazione*” – at-

---

<sup>4</sup> Da un'indagine condotta per via informatica, risultano collegate nella *REC* le seguenti *National Competition Authorities*: Belgio [*Direction général de la concurrence; Conseil de la concurrence/Raad voor Mededinging*]; Bulgaria [*Commission on Protection Competition*]; Repubblica Ceca [*Office for the Protection of Competition*]; Danimarca [*Konkurrencestyrelsen – Danish Competition Authority*]; Germania [*Bundeskartellamt*]; Estonia [*Estonian Competition Authority*]; Grecia [*Hellenic Competition Commission*]; Spagna [*Comisión Nacional de la Competencia*]; Francia [*Conseil de la concurrence*]; Irlanda [*Irish Competition Authority*]; Italia [*Autorità garante della concorrenza e del mercato*]; Cipro [*Commission for the Protection of Competition*]; Lettonia [*Competition Office of Latvia*]; Lituania [*Kompetition Council of of the Republic of Lithuania*]; Lussemburgo [*Ministère del l'Économie et du Commerce Extérieur – Inspection de la Concurrence*]; Lussemburgo [*Conseil de la Concurrence*]; Ungheria [*Hungarian Competition Authority*]; Malta [*Office for Fair Competition*]; Olanda [*Netherlands Competition Authority*]; Austria [*Bundeswettbewerbshörde*]; Polonia [*Office for Competition and Consumer Protection*]; Portogallo [*Autoridad de Concorrência*]; Romania [*Competition Council of Romania*]; Slovenia [*Competition Protection Office of Slovenia*]; Slovacchia [*Antimonopoli Office of the Slovak Republic*]; Finlandia [*Fin-*



traverso la “rete” - è presentata all’opinione pubblica come frutto della “modernizzazione” (ecco un’altra espressione sulla quale converrebbe riflettere), volta a realizzare un’efficace applicazione dei principi e delle regole dell’ordinamento comunitario in materia di concorrenza: una applicazione “efficace” e “coerente” degli articoli 81 e 82 del Trattato, per le *intese restrittive della concorrenza* e per gli *abusi di posizione dominante* (i comportamenti vietati alle imprese che debbono competere apertamente sul mercato). Il Regolamento (CE) n°139/2004 del Consiglio, che dal 1° maggio 2004 ha sostituito il vecchio Regolamento (CEE) n°4064/89 ha disciplinato *ex novo* le operazioni di *concentrazione*, nelle quali il fatturato delle imprese coinvolte superi determinate soglie, imponendo alle imprese di dare alla Commissione preventiva comunicazione. Quest’ultima può vietare le operazioni in questione, qualora esse ostacolino in modo significativo una concorrenza effettiva nel mercato comune o in una parte sostanziale di esso, in particolare mediante la creazione o il rafforzamento di una posizione dominante.

2. Possono risultare utili delle brevi premesse sulla “rete” come moderna figura organizzativa dei pubblici poteri, messa in evidenza dalla dottrina del diritto pubblico più attenta a cogliere le evoluzioni degli ordinamenti giuridici. I modelli con-

---

*nish Competition Authority*]; Svezia [*Konkurrensverket*]; Regno Unito [*Office of Fair Trading*].

cettuali che gli studiosi di diritto pubblico hanno elaborato, prestando attenzione alle “*reti*” create da autorità pubbliche, hanno evidenziato soprattutto i seguenti caratteri: a) la *collaborazione tra soggetti indipendenti*; b) il *collegamento basato sulla equiordinazione* (e cioè sulla parità) più che sulla gerarchia<sup>5</sup>. Questi modelli sono un tentativo di risposta al complicarsi dei pubblici poteri odierni, articolati ormai anche su piani di ordinamenti giuridici diversi, sia pure raccordati saldamente tra loro in modo asimmetrico. Lo *scambio di informazioni e di dati* e le *frequenti consultazioni* diventano essenziali per il raggiungimento di fini comuni. Sia pure percorrendo strade diverse.

In questo contesto collaborativo, le autorità antitrust europee, vale a dire la Commissione e le Autorità nazionali, costituiscono una “*rete*” di pubblici poteri che si scambiano informazioni sui nuovi casi sottoposti al loro esame, onde evitare possibili contraddizioni ed inutili sovrapposizioni, conseguenti all’avvio di più indagini su uno stesso caso. Lo scambio reciproco di informazioni in possesso delle diverse autorità europee, prima di adottare una decisione sui casi sottoposti al loro esame, garantisce una coerente applicazione delle norme comunitarie sulla concorrenza da parte della Commissione e di tutte le Autorità coinvolte.

La “*rete*”, frutto del così detto *diritto comunitario derivato* [il già richiamato regolamento (CE) n°1/2003, del 16 di-

---

<sup>5</sup> Si veda su questo tema S. CASSESE, *Le reti come figure organizzative della collaborazione*, in Id. *Lo spazio giuridico globale*, Roma – Bari, Laterza, 2003.

cembre 2002, entrato in vigore il 1° maggio del 2004], ha mirato a realizzare una stretta cooperazione tra pubblici poteri agenti nell’*interesse generale*, collegati all’interno della *REC*<sup>6</sup> e responsabili del rispetto degli articoli 81 e 82 del Trattato sulla concorrenza. La “*rete*” comporta – oltre allo scambio di informazioni sui nuovi casi di cui si occupano e sulle decisioni prese - il *coordinamento delle indagini*, laddove necessitano; l’*assistenza reciproca nel corso delle indagini stesse*; lo *scambio di materiale di prova raccolto*. Con un simile meccanismo si mira ad agevolare il contrasto delle imprese che attuano pratiche transfrontaliere, limitative della concorrenza.

Il Regolamento (CE) n°1/2003, introducendo la *Rete Europea della Concorrenza* e “*modernizzando*” l’applicazione delle regole sulla concorrenza del Trattato, che restano disposizioni fondamentali in materia, istituisce un *sistema di competenze parallele*, che permette alla Commissione ed alle Autorità garanti della concorrenza a livello degli Stati membri di applicare in modo coerente gli artt. 81 e 82 del Trattato. Questa *rete di autorità pubbliche*, costituita dalla Commissione e da Autorità nazionali<sup>7</sup>, agisce nell’interesse generale, in stretta collaborazione, al fine di tutelare il *bene giuridico* della concorrenza. Il diritto antitrust europeo, innovando profondamente nell’applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato CE, ha a-

---

<sup>6</sup> È possibile consultare il sito della Rete europea della concorrenza all’indirizzo [http://ec.europa.eu/competition/ecn/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/competition/ecn/index_en.html).

<sup>7</sup>Per un esame *dello sviluppo delle autorità indipendenti in Europa* si rinvia a F. DONATI, *Le autorità indipendenti tra diritto comunitario e diritto interno*, in *Il Diritto dell’Unione Europea.*, 1, 2006, 27 e segg.

brogato il vecchio regolamento n°17/62 e la tesi del “*guichet unique*” su cui si basava. Ed ha dato vita ormai ad un *diritto comune della concorrenza in Europa*, con la liberalizzazione progressiva – in particolar modo - dei servizi pubblici a rete (*de réseaux*, si direbbe in francese), nel campo delle comunicazioni, dei trasporti, dell’energia, denominati anche *servizi di interesse economico generale (SIEG)*<sup>8</sup>.

Il fine che persegue l’ordinamento comunitario europeo, nel dar vita al “*diritto comune della concorrenza*” è il seguente, come si può leggere nel sito internet dell’Unione: «*la Commission et les autorités des États membres, réunies à*

---

<sup>8</sup> Sul punto si veda P. BAUBY – H. COING – A. de TOLÉDO, *Les services publics en Europe. Pour une régulation démocratique*, Paris, Editions Publisud, 2007, specialmente p.5., dove si parla di un *diritto comune della concorrenza in Europa* nel settore considerato. La *REC* agevola la formazione e le caratteristiche del “*diritto comune della concorrenza in Europa*”. I settori presi in considerazione nell’opera appena citata rivelano che ivi le sole *regole di mercato* porterebbero a ben cinque fenomeni di *polarizzazione*: . 1. economici (i rendimenti crescenti porterebbero a nuove concentrazioni ed alla costituzione di oligopoli a livello comunitario); 2. sociali (la scrematura del mercato, comportano delle crescenti differenziazioni, secondo le rendite e la solvibilità degli utilizzatori); 3. territoriali (le regioni e le aree meno redditizie rischiano di essere progressivamente abbandonate), 4. temporali (i meccanismi di breve termine del mercato privilegiano investimenti a breve termine di rendimento); 5. finanziari (la ricerca di rendimento portano ad accrescere le esternalizzazioni degli effetti negativi delle attività).

Una *liberalizzazione totale*, dunque, minaccerebbe: a) la garanzia del diritto di accesso di ciascun abitante a *beni e servizi essenziali*; b) la coesione economica, sociale e territoriale; c) la preparazione di un avvenire e di uno sviluppo durevole.

Le regole europee sui servizi pubblici, pertanto, identificano un modello di liberalizzazione e di diritto comune della concorrenza che prevede: 1) la fissazione di obiettivi generali; 2) la previsione degli obblighi del servizio pubblico e di servizio universale; 3) la previsione di *forme di controllo* e di *agenzie di regolazione*. Si opera così una *triplice separazione necessaria*: tra funzione di operatore e funzione di regolazione; tra ruolo di azionista ed autorità pubblica proprietaria di imprese; tra infrastrutture, che continuano ad essere rilevanti per definire quanto è essenziale per l’esistenza di un «*monopolio naturale*» e servizi, con tutta la posta in gioco di accesso di terzi alle reti.

*l'interieur du réseau européen de la concurrence (REC), sont appelées à collaborer de façon étroite et complémentaire pour une application efficace des règles de concurrence communautaires au sein de l'Union européenne».* L'intento, dunque, è quello di evitare conflitti di competenze tra la Commissione e le Autorità nazionali di 27 Stati membri, in ordine alla concorrenza comunitaria, di modo che il *diritto europeo della concorrenza* possa essere applicato in maniera coerente sull'intero territorio dell'Unione Europea. A tal fine, la Commissione può decidere di avocare a sé la trattazione di un affare, allorché lo ritiene necessario per garantire un'applicazione coerente ed efficace del diritto.

Gruppi di esperti nei diversi settori (finanziari, delle assicurazioni, dei trasporti ferroviari, delle professioni liberali, dell'energia) sono stati costituiti in seno al *REC*, per l'esame dei problemi della concorrenza, al fine di favorire un approccio comune. L'aver messo in comune le esperienze delle diverse autorità competenti di certo consente di mettere in cantiere migliori pratiche per perseguire e reprimere le infrazioni delle regole della concorrenza. In definitiva, si permette di: 1) *creare una cultura comune della concorrenza in Europa*; 2) *assicurare una efficace divisione del lavoro dei pubblici poteri competenti*; 3) *consentire un'applicazione effettiva ed omogenea delle regole comunitarie della concorrenza*.

La “modernizzazione” del diritto europeo della concorrenza, per l'applicazione degli articoli 81 ed 82 CE, concerne non soltanto la procedura amministrativa dinanzi alla Commis-

sione, ma la ripartizione delle competenze tra i centri di potere con funzioni *antitrust*: Commissione, autorità e giurisdizioni nazionali; concerne inoltre i rapporti tra diritto comunitario e diritti nazionali della concorrenza. Le istanze nazionali, infatti, *possono* applicare l'art. 81, § 3 CE e *debbono* applicare gli articoli 81 e 82 CE alle pratiche concernenti il commercio fra Stati membri. La riforma, inoltre, rovescia il metodo di lavoro delle autorità nazionali *antitrust* che, all'interno della *Rete europea*, sono tenute ormai a collaborare con la Commissione, sopprimendo il meccanismo della *previa comunicazione* degli atti delle imprese e dei loro organismi deliberanti, che possano far sospettare pratiche anticoncorrenziali. Si è parlato della creazione di un sistema di “*competenze parallele*” nell' *European Competition Network*, al cui interno *Commissione* ed *Autorità garanti della concorrenza* nazionali sono invitate a *collaborare*, in maniera *stretta e complementare*, per un' applicazione delle regole comunitarie sulla concorrenza *efficace*.

Si badi che entro la variegata struttura di pubblici poteri degli Stati membri collegati nella *REC* agiscono a livello nazionale – osservando il principio generale di *efficacia* - apposite autorità per la tutela della concorrenza vista, dunque, come un *interesse generale* (art. 35 regolamento CE n°1/2003). Si passa da organismi che unificano poteri istruttori ed ogni potere decisionale, in ordine ai casi sottoposti al loro esame *antitrust*, ad organismi diversi, al contrario, per l'esercizio del potere istruttorio e l'esercizio (soprattutto collegiale) del potere decisionale (di *divieto* di pratiche, da parte delle imprese, o di

*sanzione* dei loro comportamenti). In alcuni Stati membri poi le decisioni che comportano *divieti e/o ammende* possono essere prese solo da un organo giurisdizionale.

Importanti dettagli, cioè le modalità concrete della cooperazione tra Commissione ed Autorità nazionali, sono stati delineati in una *Comunicazione* della Commissione dell'aprile 2004 (2004/C, 101/03). In definitiva, la *Rete Europea della Concorrenza* deve risultare un insieme ben integrato, il cui successo nella repressione delle pratiche anticoncorrenziali deve essere il frutto dell'apporto di ciascuna componente. Così come la cooperazione deve essere alla base anche dell'agire delle diverse Autorità nazionali<sup>9</sup>: ormai, Monsieur Prohibant è irretito dalla disciplina europea delle istituzioni volte a realizzare e mantenere in vita mercati ispirati alla libera concorrenza. E se vuol continuare a tenere comportamenti anticoncorrenziali deve rompere o eludere le maglie che compongono questa rete.

3. Va premesso che l'ordinamento comunitario lascia determinare agli Stati membri la struttura organizzativa delle *Autorità garanti della concorrenza*. Fatto salvo quindi il *principio generale di efficacia*, imposto dall'art. 35 del regolamento CE n°1/2003, gli Stati membri sono liberi di scegliere

---

<sup>9</sup> Si veda, sul punto, F. Di PORTO, *La collaborazione tra autorità di regolazione e antitrust a livello comunitario e nazionale: spunti da una comparazione*, in *Società italiana di diritto ed economia – Italian society of Law and Economics* [www.sideisle.it/ocs/viewabstract.php?id=124].

l'organismo o gli organismi designati a tutelare la concorrenza, come *Autorità nazionali*, assegnando loro le competenze che l'ordinamento nazionale riterrà utili a fare osservare gli articoli 81 e 82 del Trattato. Vi sono, perciò disparate esperienze concrete: a) di organismi unici competenti ad istruire i casi e adottare tutti i tipi di decisione; b) di organismi distinti, l'uno competente all'istruttoria dei casi e l'altro – per lo più un collegio - competente ad adottare le decisioni; c) di ordinamenti nazionali, nei quali le decisioni che impongono *divieti* o infliggono *ammende* possono essere prese solo da un organo giurisdizionale e non amministrativo (quale vedremo essere le *Autorità nazionali antitrust*).

I criteri per l'attribuzione della competenza ad intervenire a tutela della libera concorrenza entro la *REC* sono sostanzialmente tre: 1) il *territorio* sul quale si producono gli effetti del comportamento illecito; 2) l'*idoneità* dell'Autorità interessata a far cessare l'illecita infrazione; 3) la *capacità* dell'Autorità interessata a raccogliere le prove. Vi sono casi che possono essere esaminati, in parallelo, da una o più *Autorità nazionali* della concorrenza; oppure casi che possono essere esaminati dalla Commissione. Nella maggior parte dei casi, l'*Autorità garante della concorrenza* adita in un ricorso per violazione delle norme sulla libera concorrenza o che agisce d'ufficio per la medesima ipotesi, resterà competente a trattare l'affare. Si ritiene che un'*Autorità* sia competente, di fronte ad una denuncia di infrazione delle regole sulla concorrenza, in caso di stretto rapporto tra infrazione e territorio dello Stato di



riferimento della stessa *Autorità*; sicché, l'intervento di questa possa porre fine – in modo “*efficace*” e “*completo*” - all'infrazione.

Ma può verificarsi anche l'ipotesi che si renda necessaria una “*nuova attribuzione*” della competenza su un caso. Occorre il verificarsi di due circostanze, perché ciò avvenga: 1) che il procedimento di accertamento della violazione delle regole sulla concorrenza sia solo all'inizio, nel momento in cui l'*Autorità* determina di non essere competente ad agire (ovvero, altre *Autorità* rivendichino la loro competenza ad agire); 2) che sia evidente l'esistenza di un'*Autorità*, tra le tante astrattamente competenti ad agire, che si trovi nelle condizioni necessarie per porre fine in modo completo all'infrazione. La “*nuova attribuzione*”, comunque, deve rispondere a due canoni: 1) la “*rapidità*” e 2) la “*efficacia*”, così da preservare la *continuità* delle indagini necessarie, che non debbono essere interrotte (il che rende necessaria una notevole elasticità della *REC*).

Qualora ci si avveda che l'intervento di una sola *Autorità nazionale* non basti a porre fine, in modo “*efficace*” e “*completo*”, all'infrazione, giacché la *pratica* o l'*accordo anticoncorrenziali* producono effetti sostanziali sui territori di competenza di due o più *Autorità* e l'intervento di una sola *Autorità* non basti allo scopo di reprimere adeguatamente le infrazioni, sanzionandole con altrettanta adeguatezza, può risultare indicato l'*intervento parallelo* di due o più *Autorità nazionali*. In questo caso, le *Autorità garanti della concorrenza* debbono sforzarsi

di realizzare il *maggior coordinamento possibile* delle loro azioni, facendo circolare la maggiore quantità possibile di prime, utili informazioni (*early information*).

La competenza della Commissione è prevista, invece: 1) quando gli *accordi* o le *pratiche anticoncorrenziali* hanno effetti sui mercati di più di tre Stati membri; 2) quando il caso è strettamente correlato con altre disposizioni comunitarie, che richiedono l'intervento esclusivo o più efficace della Commissione stessa; 3) se viene in gioco l'interesse della Comunità a richiedere un intervento della Commissione, che contribuisca a determinare la politica comunitaria della concorrenza, specie di fronte all'insorgere di problemi nuovi, che richiedono un'*applicazione efficace* delle regole sulla concorrenza<sup>10</sup>.

Qualora il procedimento per l'adozione di una decisione in materia di violazione delle regole sulla concorrenza, contenute negli articoli 81 e 82 del Trattato, venga avviato dalla Commissione (o di fronte ad essa) e sia questa a dover decidere su un caso, le *Autorità nazionali* non possono più trattare lo stesso caso. Se, invece, una o più *Autorità nazionali* garanti della concorrenza avviano un procedimento su un caso, esse debbono informare la *REC*, ai sensi della art. 11, § 3, del caso al loro esame. La Commissione, nel corso del periodo iniziale di *attribuzione della competenza* (un periodo indicativo di due mesi), può avviare il procedimento ai sensi dell'art. 11, § 6,

---

<sup>10</sup> Per un approfondimento delle "interferenze" tra l'ottica economica e quella giuridica sul tema della concorrenza si vedano, ai nostri fini e nell'ormai ampissima bibliografia, N. LIPARI e I. MUSU (a cura di), *La concorrenza tra economia e diritto*, Laterza, 2000 e R. PARDOLESI, *Chi ha paura dell'interpretazione economica del diritto antitrust?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 1, 2007, 119.

dopo essersi consultata con le *Autorità* interessate. Qualora un’*Autorità nazionale* abbia già di fronte a sé l’esame del caso, la Commissione che voglia applicare l’art. 11, § 6 deve fornire per iscritto all’*Autorità nazionale* interessata la motivazione del ricorso all’art. 11, § 6 del regolamento, così da dare ai membri della *REC* la possibilità di chiedere la convocazione di un altro organismo di raccordo: il *Comitato consultivo*, dove siedono gli esperti delle varie *Autorità di tutela della concorrenza* che discutono i *casi più complessi*, implicanti *questioni generali di diritto comunitario*, senza peraltro che si debba senz’altro pervenire ad un *parere formale*.

Al fine di assicurare la massima cooperazione, i componenti della *REC* si comunicano vicendevolmente – ed eventualmente discutono - le decisioni che stanno per prendere: 1) di rigetto delle denunce; 2) di chiusura d’ufficio di un procedimento; 3) di ingiunzione di misure provvisorie. Ma i componenti della *REC* si scambiano informazioni anche per collaborare durante la fase di indagine. L’art. 22, § 2 del regolamento prevede che la Commissione possa chiedere ad un’*Autorità nazionale garante della concorrenza* di effettuare accertamenti in suo nome e per suo conto.

In definitiva, le *Autorità nazionali* –nello stabilire la scelta della normativa *antitrust* da applicare: articoli 81 comma 1 e 82 del Trattato o norme nazionali- “*possono*” (ed anche “*debbono*”) applicare le disposizioni del Trattato, ogni volta che il comportamento di un’impresa sia tale da arrecare pregiudizio al commercio tra gli Stati membri dell’ordinamento

comunitario. Il risultato complessivo cui l'ordinamento europeo ha mirato è quello descritto dalla “*regola della convergenza*” nella valutazione delle *intese* volte a falsare la concorrenza. Ma va dato risalto anche alla realizzazione di un “*giusto compromesso*” tra la funzione di coordinamento, che viene affidato alla Commissione, per realizzare un soddisfacente grado di *uniformità di applicazione delle norme antitrust*, e l'autonomia di *apprezzamento* della quale debbono godere le *Autorità nazionali* nell'applicazione parallela delle stesse norme. *Certezza del diritto antitrust europeo ed applicazione uniforme* di questo stesso diritto sono prescritti dall'art. 16 del Regolamento n°1/2003. Dunque, l'*European Competition Network* mira a porsi come un importante strumento di *governance* nei processi di decentramento a livello nazionale e di implementazione del diritto comunitario antitrust.

Il nucleo dei poteri dei quali dispone l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (o *AGCM*), quale Autorità nazionale italiana in materia *antitrust* – com'è noto - è molto ampio, anche in relazione alle infrazioni che, secondo le proprie competenze, abbia eventualmente riscontrato a conclusione del procedimento istruttorio. Fra tali poteri, vi è anche quello di irrogare sanzioni amministrative pecuniarie per *abuso di posizione dominante*, fino al 10% del fatturato realizzato dall'impresa nell'ultimo esercizio, dopo aver fissato un termine perché l'impresa stessa elimini i comportamenti che costituiscono infrazione, qualora si tratti di infrazione grave. La sanzione pecuniaria può essere inasprita, laddove le imprese

sanzionate non ottemperino in modo tempestivo all’ordine di cessare i comportamenti in violazione della specifica norma *antitrust*.

Analogo provvedimento sanzionatorio può essere adottato dall’AGCM, a conclusione di un procedimento di accertamento di operazioni di *concentrazione discorsive della concorrenza*, in violazione del divieto disposto nell’art. 18, c.1 della legge n°287/1990 (art. 19): si tratta di sanzione non inferiore all’uno per cento e non superiore al dieci per cento del fatturato delle attività di impresa oggetto di concentrazione<sup>11</sup>.

4. Restano aperte, nonostante le geometrie ipotizzate in ambito europeo per organizzare e mantenere mercati aperti alla libera concorrenza, con la garanzia di tutela – attraverso una “rete” - ad opera di apposite autorità, le questioni attinenti ad

---

<sup>11</sup> Si veda il progetto realizzato dalla Regione Emilia-Romagna, unitamente ad ANCI, UPI ed UNIONCAMERE e d’intesa con Ministero delle Attività Produttive ed ISTAT, con un protocollo d’intesa che individua le attività dei diversi sottoscrittori [sito internet: <http://www.regione.emilia-romagna.it/osservatorioprezzi> e contatti per verificare l’esperienza: Alessandra Perli, via Aldo Moro, 44, tel. 051 6935976 (e-mail: [alaghi@regione.emilia-romagna.it](mailto:alaghi@regione.emilia-romagna.it))]. La Regione Emilia-Romagna ha approvato, con delibera di Giunta n°576 del 21 marzo 2005, un programma d’intervento contenente una serie di azioni a favore dei consumatori, tra cui l’attivazione dell’*Osservatorio regionale dei prezzi e delle tariffe*, approvato poi dal Ministero delle Attività Produttive e cofinanziato dallo stesso Ministero. Con d. m. 23 novembre 2004, il Ministero delle Attività Produttive ha individuato le iniziative da realizzare con le risorse finanziarie assegnate al “Fondo derivante dalle sanzioni amministrative irrogate dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato da destinare ad iniziative a vantaggio dei consumatori”, attribuendo a ciascuna Regione e alle Province Autonome di Trento e Bolzano risorse per la realizzazione di interventi mirati all’informazione a favore dei consumatori presenti sul territorio.

alcune distinzioni logiche. Per esempio, restano aperte le questioni attinenti alla distinzione tra funzione antitrust, propria della *REC*, e *funzione regolatoria*, riconducibile ad altre autorità, estranee tutto sommato alla *Rete Europea della Concorrenza*, ma che svolgono importanti funzioni di apertura di mercati che, in passato, erano state sottratte, per particolari ragioni economico-sociali che non possono essere trattate qui, alla “*materia*” “*tutela della concorrenza*”. Si tratta della così detta “*regolazione*”, concettualmente distinta dalla tutela della concorrenza<sup>12</sup>, come funzione che miri ad attrezzare lo “*Stato regolatore*” ai nuovi compiti che i mercati richiedono (solo per correggerne i *fallimenti*), con nuovi profili di diritto: *soft*, *better* o *elastico*, che rendano la macchina giuridica – lenta come la tartaruga del “*paradosso di Zenone*” - idonea ad individuare i confini degli spazi di libertà che debbono essere consentiti ai rapporti economici, sempre nuovi e velocemente sfuggenti, come il “*piè veloce Achille*” della mitologia greca (questa immagine, com’è noto, è stata adoperata da Guido Rossi, in un suo saggio che tocca anche l’economia finanziaria<sup>13</sup>).

---

<sup>12</sup> Per alcune riflessioni su «regolazione» e «concorrenza» si veda M. D’ALBERTI, *Intervento introduttivo: parsimonia regolatoria e potenziamento della concorrenza*, in *L’industria. Rivista di economia e politica*, 1, 2001, 3 e segg.

<sup>13</sup> Cfr. G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, Adelphi, 2006, p. 29. Sul tema della *regolazione*, la letteratura giuridica è ormai vasta; ci limitiamo quindi a citare S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche, mercati, imprese*, Torino, G. Giappichelli Editore, 2008. Ma, prima ancora di questo saggio, affrontavano con ottica interessante l’argomento S. A. FREGO LUPPI, *L’amministrazione regolatrice*, Torino, G. Giappichelli Editore, 1999 ed S. MEZZACAPO, *La concorrenza tra regolazione e mercato*, Bari, Cacucci Editore, 2004.

Resta aperta, infine, la questione del proliferare in Italia di autorità di garanzia e di regolazione dei mercati, che il parlamento italiano non è stato in grado, finora di risolvere, sebbene abbia affrontato la questione a più riprese: per esempio, nel corso della XV Legislatura, quando il Sen. Massimo Villo-  
ne (insigne costituzionalista napoletano, oltre che parlamentare della 1<sup>a</sup> Commissione, Affari costituzionali) affermò nella Relazione al disegno di legge AS 1366, che debbono permanere in vita soltanto le autorità amministrative indipendenti – tra le quali si annoverano le autorità di tutela della concorrenza e di regolazione dei mercati - che siano indispensabili e soltanto quelle. Ricordando altresì le ragioni che inducono a contrastare il loro proliferare: a) l’indebolimento della capacità della politica di formulare e portare avanti un serio indirizzo politico-economico; b) la riduzione del circuito della responsabilità politica, vitale per la democrazia contemporanea nelle società avanzate; c) il pericolo di “*cattura dei regolatori da parte dei regolati*” con il rischio anche che si nomini membro di qualche autorità di regolazione il “*Cavallo di Caligola*”, per via della spartizione delle cariche tra forze politiche; d) si accentui, quindi, la debolezza della politica, di fronte alle forze più aggressive dei mercati; specie dei mercati finanziari, più difficilmente controllabili<sup>14</sup>.

---

<sup>14</sup> Il pericolo che il proliferare di amministrazioni indipendenti dalla politica porti anche ad una politica clientelare, dannosa per l’erario, è stato evidenziato anche dalla stampa inglese, a proposito delle *Quasi Autonomous Non-Governmental Organisations*, esistenti nel Regno Unito (e noti con l’acronimo “*quangos*”), ritenute spesso fonti di spreco di miliardi di sterline, con risultati tutto sommati evanescenti.

Quando la dottrina francese auspica una «*régulation démocratique*» ed una definizione consacrata e condivisa di *regolazione*, volta a correggere i fallimenti del mercato e le complicazioni sorte per il fenomeno definito con l’ambigua espressione della “*globalizzazione*”, mostrando preoccupazione per le conseguenze sociali dei processi economici in atto, che difficilmente vengono risolte attraverso la *regolazione*, pongono proprio il tema della crisi di legittimazione democratica che ancora non è stata adeguatamente risolta.

L’erosione delle regole nei mercati, il richiamo sempre più frequente all’etica (caldeggiata con sincera convinzione anche da Francesco Capriglione<sup>15</sup>) per sopperire alle insufficienze del diritto sono gli spettri che l’evocazione di una *regolazione democratica* mira ad allontanare dalla difficile delimitazione dei confini tra diritto ed economia.

Ci sembra adatto a chiudere questo nostro scritto un aforisma tratto da Joseph E. Stiglitz, premio Nobel per l’economia 2001, che recita: “*Il sistema di mercato richiede diritti di proprietà chiaramente stabiliti e tribunali che li facciano rispettare ... Il sistema di mercato necessita di una concorrenza e di un’informazione perfette: ma la concorrenza è limitata e l’informazione è ben lungi dall’essere perfetta ... mercati concorrenziali ben funzionanti non si creano dalla sera alla mattina*”. E la difficile e sottile disquisizione su *regolazione* e *concorrenza* in Italia testimonia quanto ciò sia vero: per effettuare

---

<sup>15</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, Cacucci Editore, 2004.



un (benevolo) plagio del frutto dell’acume critico di Guido Ceronetti (che, pochi anni or sono, derideva l’ipocrisia celata dietro il linguaggio “*politicamente corretto*”, richiesto ormai nei più disparati campi, giungendo a sostenere che un defunto dovrebbe essere definito un “*diversamente vivo*”), diciamo che la *regolazione* viene vista – e religiosamente preservata – come una disciplina *diversamente* giuridica delle *specifiche* (o presunte tali) materie economiche che deve disciplinare, ancor più di quanto avvenga per la *concorrenza*.

*Francesco Coccozza*

Ordinario di Diritto dell’economia  
nell’Università di Ferrara

*Stefania Zanzi*

Dottore di ricerca in Economia e Istituzioni  
Docente di Diritto privato dell’economia  
Università di Ferrara

L'AVVIO DELL'ATTIVITÀ IMPRENDITORIALE  
TRA DIRITTO SOSTANZIALE E ADEMPIMENTI AMMINISTRATIVI  
(LA “COMUNICAZIONE UNICA PER LA NASCITA DELL'IMPRESA” NEL C.D.  
DECRETO BERSANI-BIS IN MATERIA DI “LIBERALIZZAZIONI”)

SOMMARIO: 1. Oggetto e propositi dello studio: la “comunicazione unica” per la nascita dell’impresa e i suoi rapporti con il tema dell’inizio dell’impresa e dell’acquisto della qualità di imprenditore. – 2. Inizio dell’impresa (e acquisto della qualità di imprenditore) nella dottrina commercialistica. Le premesse. – 3. “Atti di organizzazione” vs. “atti dell’organizzazione”. – 4. L’art. 9, d.l. n. 7/07, e la risposta ai quesiti sollevati *in apicibus*. – 5. Le principali questioni applicative che si pongono nella prospettiva del registro delle imprese.

1. L’argomento che forma oggetto del presente studio è quello dei rapporti tra l’«avvio dell’attività imprenditoriale» (*rectius*, l’«inizio dell’impresa»), da un lato, e gli adempimenti amministrativi che si sostanziano e sintetizzano nella c.d. «comunicazione unica per la nascita dell’impresa» di cui all’art. 9 (specialmente commi 1 e 3) del d.l. 31 gennaio 2007, n. 7, recante «*Misure urgenti per la tutela dei consumatori, la promozione della concorrenza, lo sviluppo di attività economiche e la nascita di nuove imprese*», convertito, con modificazioni, nella legge 2 aprile 2007, n. 40 (d’ora innanzi, anche semplicemente la “Comunicazione Unica”), dall’altro.

La norma, difatti, sotto la rubrica “*Comunicazione unica per la*

*nascita dell'impresa*», prescrive che «Ai fini dell'avvio dell'attività d'impresa, l'interessato presenta all'ufficio del registro delle imprese, per via telematica o su supporto informatico, la comunicazione unica per gli adempimenti di cui al presente articolo» (art. 9, comma 1°), la quale, oltre ad avere effetto a fini previdenziali, assistenziali e fiscali, nonché per l'ottenimento del codice fiscale e della partita IVA, «vale quale assolvimento di tutti gli adempimenti amministrativi previsti per l'iscrizione al registro delle imprese [...]» (art. 9, comma 2°). A tal fine, è altresì stabilito che «L'ufficio del registro delle imprese contestualmente rilascia la ricevuta, che costituisce titolo per l'immediato avvio dell'attività imprenditoriale, ove sussistano i presupposti di legge, e dà notizia alle Amministrazioni competenti dell'avvenuta presentazione della comunicazione unica» (art. 9, comma 3°).

L'obiettivo che mi propongo è quello di dare una risposta a due quesiti, tra loro interconnessi e reciprocamente condizionati: (i) se e in che misura la disciplina in commento sia in grado di reagire sulle conclusioni raggiunte in esito ad una lunga e faticosa elaborazione dottrina e giurisprudenziale in merito alla individuazione del tempo in cui possa dirsi iniziata un'impresa (profilo oggettivo) o, specularmente, possa dirsi acquisita la qualità di imprenditore (profilo soggettivo); (ii) se e in che misura, per converso e all'opposto, tali conclusioni possano offrire spunti ermeneutici, di stampo “concettuale” e/o “sistemico”, per la più corretta interpretazione della disciplina su riferita o quanto meno, in una prospettiva per così dire minimalista, per la più corretta comprensione del significato con cui sono usate le espressioni “nascita dell'impresa” (di cui alla rubrica dell'art. 9), “avvio dell'attività d'impresa” (di cui all'art. 9, comma 1°), “titolo per

l'immediato avvio dell'attività imprenditoriale", riferito alla ricevuta rilasciata dall'ufficio del registro delle imprese contestualmente alla presentazione della Comunicazione Unica (di cui al terzo comma del medesimo art. 9).

A tal fine, l'analisi deve necessariamente articolarsi in due fasi: una prima, a carattere prevalentemente ricognitivo, rivolta a rendere conto, pur in sintesi, del dibattito che ha diviso per decenni la dottrina (e cui ha contribuito pure una copiosa giurisprudenza) in ordine al tema relativo alla collocazione nel tempo dell'inizio dell'impresa e dell'acquisto della qualità di imprenditore; ed una seconda fase, che potrà allora essere più specificamente e consapevolmente dedicata alla risposta ai quesiti sopra sollevati.

2. Come è noto, la questione relativa alla collocazione nel tempo dell'inizio dell'impresa (e dell'acquisto della qualità di imprenditore) ha per lungo tempo impegnato e diviso la migliore e più autorevole dottrina commercialistica.

E difatti, pur prendendosi le mosse da talune considerazioni (o premesse) ampiamente condivise ed indiscusse, si è pervenuti poi a profonde spaccature su (almeno) due specifiche questioni, entrambe concernenti la rilevanza da attribuire alla fase "prodromica" o "preparatoria", ovverosia antecedente a quella che si realizza mediante il compimento di atti direttamente e propriamente inquadrabili nel ciclo di produzione o di scambio *stricto sensu* intesi.

Le premesse univoche e pacifiche possono, per comodità espositiva, essere sintetizzate nel modo che segue:

(i) ad una prima impressione, ben potrebbe affermarsi che non

vi sia una norma, in ambito civilistico, recante regole o criteri espliciti o oggettivi in ordine alla individuazione del momento di inizio dell'impresa; tuttavia la questione, lungi dall'essere delegificata, è affrontata e risolta con gli strumenti offerti dall'art. 2082 c.c. che, nel dettare la nozione di imprenditore, reca ogni esaustivo riferimento ai presupposti oggettivi da cui prende corpo la fattispecie dell'"impresa" (e, in virtù di un processo di imputazione soggettiva, il relativo soggetto di riferimento)<sup>1</sup>;

(ii) profilo oggettivo (l'impresa) e profilo soggettivo (l'imprenditore) sono dunque tra loro strettamente e reciprocamente interconnessi e, in linea di principio, coincidenti, fermo restando che, tra i due, quello trainante e decisivo, sul piano sistematico e normativo, è il primo, essendo l'impresa a qualificare l'imprenditore e non viceversa; in altri termini, ancorché tendenzialmente coincidente nel tempo il momento di inizio dell'impresa e di acquisto della qualità di imprenditore, resta il fatto che il *prius* logico, concettuale e normativo è nell'attività di impresa oggettivamente considerata, posto che, ove siano riconoscibili di fatto i caratteri oggettivi dell'impresa, la relativa fattispecie è integrata e l'acquisto della qualità di imprenditore è conseguenza derivata della relativa "imputazione"<sup>2</sup>;

(iii) l'impresa è una fattispecie ricondotta al novero dei c.d. "fatti giuridici", poiché ruota attorno al fulcro della (e alla nozione di) "attività" (art. 2082 c.c.); l'impresa è invero un'attività connotata dalla presenza di una serie di attribuzioni caratteristiche (professionalità, economicità, organizzazione) e da uno specifico "orientamento" (il fi-

<sup>1</sup> Cfr., per tutti, OPPO, *L'impresa come fattispecie*, in *Riv. dir. civ.*, 1982, I, 109 ss.

<sup>2</sup> Sul punto v. per tutti, tra i più recenti e completi, BUONOCORE, *L'impresa*, nel *Tratt. dir. comm.* diretto da Buonocore, Sez. I – Tomo 2.I, Torino, 2002, 48 ss.

ne della produzione o dello scambio di beni o di servizi); l'attività, a sua volta, è un insieme o complesso di fatti, atti e negozi giuridici, ma come tale assume il valore giuridico proprio dei "fatti giuridici in senso stretto" ed è, pertanto, considerata senza (possibilità di) attribuire alcuna rilevanza a profili formali e/o intenzionali, ciò che rileva essendo l'*effettivo* esercizio dell'attività, a prescindere da ogni presupposto formale e/o da ogni indagine in ordine alla volontà del titolare (c.d. "principio di effettività")<sup>3</sup>;

(iv) l'esercizio dell'attività d'impresa in senso pieno e compiuto dà vita al compimento di una serie di "cicli" attraverso i quali si realizza l'economicità dell'attività e viene perseguito il fine ad essa sotteso; e tuttavia è spesso preceduto da c.d. "atti preparatori"<sup>4</sup>, a loro volta riconducibili a tre differenti tipologie:

- (a) quelli concernenti i *requisiti soggettivi abilitanti*, ovvero sia volti ad integrare i presupposti afferenti alla *legittimazione soggettiva* di chi aspira all'esercizio dell'impresa, come il superamento di determinati esami o concorsi, l'iscrizione in determinati albi, ruoli, elenchi, registri, ecc. (o anche, in senso più lato, volti alla rimozione di possibili ragioni di incompatibilità, impedimento o divieto soggettivo all'esercizio dell'impresa o di una determinata tipologia di impresa);
- (b) quelli concernenti le *condizioni formali legittimanti*, ovvero sia volti a perfezionare i presupposti afferenti alla *regolarità oggettiva, sul piano pubblicistico-amministrativo*, dell'esercizio dell'impresa o di una determinata tipologia di impresa, come l'ottenimento di determinate concessioni, autorizzazioni, licenze, iscrizioni, ecc.;
- (c) quelli concernenti i *presupposti reali*, ovvero sia volti all'allestimento e all'organizzazione dell'*azienda* con cui si procederà all'esercizio dell'impresa, come il reperimento e l'organizzazione dei capitali (sotto forma di capitale proprio e di credito), dei beni strumentali (apportati dal titolare o ac-

<sup>3</sup> Cfr. ancora BUONOCORE (nt. 2), 92 ss., ove amplissimi riferimenti.

<sup>4</sup> Cfr. ancora per tutti, anche per ulteriori richiami, BUONOCORE (nt. 2), 104 ss.

quistati a titolo di proprietà o di godimento da terzi), del fattore lavoro (attraverso l'assunzione di dipendenti e la stipulazione di contratti d'opera), delle materie prime o delle merci;

(v) delle tre categorie, le prime due sono senz'altro irrilevanti ai fini dell'inizio dell'impresa (e, dunque, dell'acquisto della qualità di imprenditore), non essendo a tal fine né necessarie, né sufficienti:

(a) non necessarie, poiché l'impresa è un "fatto giuridico", sicché il suo inizio (e il correlativo acquisto della qualità di imprenditore) è legato al fatto in sé che venga posta in essere un'attività oggettivamente qualificabile come d'impresa, con la conseguenza (e il corollario) che il suo esercizio in assenza dei presupposti (soggettivi o oggettivi) abilitanti potrà condurre alla qualificazione dell'impresa come "illecita" (in senso debole), ovvero sia come *abusiva*, ma giammai a dequalificare il fatto al punto da negare il riconoscimento (oggettivo e fattuale) della sua esistenza;

(b) non sufficienti, ancora una volta perché l'impresa è un "fatto giuridico", che intanto esiste in quanto sia già *effettivamente* svolta una determinata attività (non esiste la figura del *nudus mercator*, qualificato dalla semplice registrazione nelle *matriculae mercatorum*, valendo invece il principio per cui *matricula non facit mercatorem, sed professio et exercitium*);

Ciò precisato, è appena il caso di rilevare che lo stesso sistema di disciplina del registro delle imprese, come correntemente concepito e interpretato, è pienamente coerente con tali premesse, essendo il rapporto tra inizio dell'impresa ed iscrizione disciplinato dall'art. 2196 c.c., secondo cui l'iscrizione deve essere domandata «entro trenta giorni dall'inizio dell'impresa»; oggetto dell'iscrizione essendo e dovendo essere appunto l'impresa, intesa come attività effettivamente iniziata ed esercitata; e un'iscrizione domandata ed eseguita in assenza di esercizio effettivo dell'attività non potendo produrre l'effetto della nascita dell'impresa e dell'imprenditore, ostandovi il rammentato principio della c.d. "effettività".

A fronte di tali premesse, ampiamente condivise, restavano invece discussi ed irrisolti alcuni dubbi, primo tra tutti quello se una questione di collocazione nel tempo dell'inizio dell'impresa meriti di essere posta anche nei riguardi delle società, essendo opinione diffusa in dottrina (e prevalente nella stessa giurisprudenza) che una società acquisti la qualità di imprenditore al momento stesso della sua costituzione, poiché la *professionalità* sarebbe insita nella esclusività dello scopo economico che la società si propone, l'*economicità* sarebbe assorbita dallo scopo di lucro richiesto dall'art. 2247 c.c. e l'*organizzazione* sarebbe ravvisabile nella stessa costituzione della società, quale entità metaindividuale; a ciò potendo tuttavia obiettarsi che tutto questo non sarebbe ancora sufficiente a manifestare la presenza di una effettiva attività, che pur rappresenta il fulcro della fattispecie impresa e la cui esistenza è predicabile esclusivamente in punto di fatto, in applicazione del richiamato principio di effettività, sicché una società "inattiva" non potrebbe per ciò stesso qualificarsi come imprenditore<sup>5</sup>.

Tra le problematiche aperte si inquadra e si inquadra tuttora anche quella relativa alla rilevanza della terza tipologia di atti preparatori, ovverosia degli atti c.d. "di organizzazione", attorno ai quali il dibattito si presenta particolarmente complesso, articolato e raffinato, sicché la sua ricognizione richiede qualche considerazione di maggior dettaglio.

3. Secondo una tesi più risalente, un tempo prevalente, e che conta dell'adesione di dottrina molto autorevole, gli "atti di organizza-

---

<sup>5</sup> Cfr., per un quadro sintetico delle diverse posizioni, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 1, *Diritto dell'impresa*<sup>3</sup>, rist., Torino, 2000, 97 s.



zione” sarebbero per loro natura insufficienti a provocare l'acquisto della qualità di imprenditore, che presupporrebbe invece il compimento di “atti dell'organizzazione”<sup>6</sup>.

Le principali argomentazioni addotte a suo sostegno sono di ordine sia letterale che sistematico.

Sotto il primo profilo, si fa rilevare come gli artt. 2082 e 2555 c.c. definiscano l'imprenditore come chi esercita un'attività economica “organizzata” e l'azienda come il complesso dei beni “organizzati” dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa (in entrambi i casi con significativo utilizzo del participio passato): il che lascerebbe intendere che l'organizzazione debba essere già compiuta e che l'impresa sia ravvisabile solo laddove l'attività abbia direttamente ed attualmente ad oggetto la produzione o lo scambio dei beni o dei servizi.

Ancora sotto il profilo letterale, si pone l'accento sul fatto che numerose norme farebbero riferimento all’“*inizio dell'impresa*” (art. 2196 c.c.) o all’“*esercizio dell'impresa*” (artt. 2214, 2216 e 2217 c.c. in materia di scritture contabili, 2070 c.c. sull'appartenenza alla categoria professionale ai fini dell'applicazione del contratto collettivo, 2221 c.c. e 1 l. fall. sul presupposto soggettivo del fallimento): il che lascerebbe intendere che solo l'*inizio effettivo* o l'*esercizio effettivo* (dell'attività di produzione o di scambio) darebbe luogo all'esistenza di un'impresa.

---

<sup>6</sup> Cfr., per tutti, ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, Milano, 1962, 265 ss.; BIGIARI, *La professionalità dell'imprenditore*, Padova, 1948, 143 ss.; DALMARTELLO, *I contratti delle imprese commerciali*, Padova, 1962, 292 ss.; DE MARTINI, *L'usufrutto di azienda*, Milano, 1950, 87 ss.; DE SEMO, *Diritto fallimentare*, Padova, 1959, 71; FRANCESCHELLI, *Imprese e imprenditori*, Milano, 1970, 129 ss.; MINERVINI, *L'imprenditore. Fattispecie e statuti*, Napoli, 1970, 123; OPPO, *Impresa e imprenditore: I) Diritto commerciale*, in *Enc. giur.*, Roma, 1989, 16 s.; nonché, ma con delle differenziazioni, LA TORRE, *Il problema dell'inizio dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 1981, I, 43 ss.; SPADA, *Impresa*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, VII, 62.

Quanto agli argomenti di ordine sistematico, poi, si osserva che l'allestimento dell'azienda potrebbe non essere seguito dall'avvio dell'attività di produzione o di scambio da parte del medesimo soggetto, che potrebbe invece alienare il complesso a terzi, sicché mancherebbe ancora il fatto irrevocabile cui possa ricollegarsi il sorgere dell'impresa; ed ancora, si rileva che mancherebbero i presupposti della c.d. "effettività", poiché si navigherebbe ancora nel campo delle intenzioni, e farebbe a maggior ragione difetto la "professionalità"; ed infine, si fa notare che l'ordinamento qualifica sempre l'impresa come grande o piccola e come commerciale o agricola, poiché è alla sua specifica qualificazione ad essere poi collegato il regime normativo applicabile, mentre in fase organizzativa non si avrebbe ancora la possibilità di effettuare la necessaria qualificazione.

Secondo una contrapposta opinione, inizialmente di minoranza, ma oggi presumibilmente prevalente, non vi sarebbe invece alcuna incompatibilità tra compimento di atti di organizzazione e fattispecie "impresa"<sup>7</sup>.

A tal fine, in primo luogo si replica alle argomentazioni letterali di parte contraria, facendone rilevare il carattere sostanzialmente effimero e poco decisivo. Ed invero, con pari efficacia, potrebbe affermarsi che lo stesso art. 2082 c.c. dice che l'attività che integra l'impresa è quella svolta "al fine" della produzione o dello scambio,

---

<sup>7</sup> Cfr., *ex multis*, e con diverse articolazioni e sfumature, AFFERNI, *Gli atti di organizzazione e la figura giuridica dell'imprenditore*, Milano, 1970, 111 ss.; BRACCO, *L'impresa nel sistema del diritto commerciale*, Padova, 1966, 209 ss.; BUONOCORE (nt. 2), 104 ss.; CASANOVA, *Impresa e azienda (le imprese commerciali)*, nel *Tratt. Vassalli*, X.1, Torino, 1974 (rist. 1986), 35 ss.; GHIDINI, *Inizio e cessazione dell'impresa*, in *Temi*, 1962, 421; GRAZIANI, *L'impresa e l'imprenditore*, Napoli, 1959, 30; JAEGER, *Note critiche sull'inizio dell'impresa commerciale*, in *Riv. soc.*, 1966, 760; RAGUSA MAGGIORE, *Inizio e occasionalità dell'impresa commerciale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1978, 157 ss.; FARINA, *L'acquisto della qualità di imprenditore*, Padova, 1985, 191 ss., 209 ss., 220 ss.; GENOVESE, *La nozione giuridica dell'imprenditore*, Padova, 1990, 49 s.; e già, tra i primissimi, MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, Milano, 1942, I, 178.

come ad intendere che produzione e scambio non debbano necessariamente essere l'oggetto immediato e diretto dell'attività d'impresa; e che lo stesso art. 2555 c.c. parla di «beni organizzati *dall'imprenditore* per l'esercizio dell'impresa», come a voler qualificare imprenditore anche chi abbia semplicemente organizzato i beni (allestito l'azienda) *per* l'esercizio (eventualmente ancora non attuale) dell'impresa.

Quanto alle espressioni “inizio dell'impresa” ed “esercizio dell'impresa”, poi, le stesse sono in tutta evidenza compatibili con entrambe le soluzioni interpretative, atteso che non parlano di inizio o esercizio *degli atti di produzione o di scambio*, ma dell'impresa *tout court*, lasciando dunque aperta la questione della relativa collocazione temporale.

Agli argomenti sistematici sopra riferiti, poi, si replica che anche chi svolge professionalmente l'attività di allestimento di aziende destinate alla vendita sarebbe imprenditore, e lo sarebbe quand'anche si limitasse a un affare isolato, poiché l'allestimento anche di una sola azienda sarebbe normalmente di tale rilevanza da comportare il ricorso a un'organizzazione sufficiente ad integrare i presupposti dell'impresa: di tal che affermare che non sarebbe imprenditore laddove allestisse un'azienda destinata al suo personale esercizio significherebbe attribuire rilevanza all'elemento intenzionale, esattamente contro il principio dell'effettività.

Quanto, poi, al secondo argomento sistematico, lo stesso appare in tutta evidenza frutto di una mera petizione di principio e dà vita ad un ragionamento di tipo “circolare”, atteso che il *fatto* del compimento effettivo ed oggettivo di atti di organizzazione esiste (non si tratta di mera dichiarazione di volontà), mentre la questione è solo se il com-

pimento sistematico di atti di quella tipologia sia o non sia compatibile con la nozione di impresa.

Non sarebbe decisivo, infine, neanche l'ultimo argomento sistematico, atteso che ben potrebbero trovare applicazione, in un primo momento, le norme facenti capo al c.d. "statuto generale dell'imprenditore", cui poi, mano a mano che si manifestano i tratti caratteristici sul piano dimensionale e tipologico e si possa conseguentemente stabilire se ricorrono i connotati del grande imprenditore e/o dell'imprenditore commerciale, andrebbero ad aggiungersi anche le norme corrispondenti al c.d. "statuto speciale del grande imprenditore commerciale".

In termini positivi, si aggiunge poi che negare l'esistenza dell'impresa equivarrebbe a lasciare scoperti di tutela i rapporti debitori che si instaurano, a monte, a fronte degli investimenti necessari all'allestimento dell'azienda, laddove la disciplina dell'impresa è principalmente volta alla tutela del (mercato del) credito, più che dei rapporti con i consumatori o utilizzatori finali: nella specie mancherebbero ancora rapporti col mercato "a valle", non anche quelli col mercato "a monte", cui anzi in questa fase potrebbe accadere che si attinga anche in misura massiccia.

Anche sul piano socio-economico, del resto, la *figura economica dell'imprenditore* è quella di chi organizza i fattori della produzione; e nella stessa *coscienza sociale* si presenta come imprenditore (industriale) anche chi si trova ad allestire un grosso opificio industriale. E poi nessuno nega che siano "atti di impresa" (ovverosia che siano "pertinenti", "inerenti", "relativi", all'esercizio dell'impresa, ai sensi e per gli effetti delle norme in tema di registrazione nelle scritture con-

tabili, poteri institori, ecc.) quelli di mera organizzazione dell'azienda compiuti durante l'esercizio dell'attività di produzione o di scambio, sicché non si capirebbe perché gli stessi atti, della medesima tipologia, non dovrebbero essere "atti di impresa" se posti in essere in fase prodromica.

Ed infine, pur chi ritiene che, ai fini della configurazione di un'impresa, siano necessari il fine di lucro e/o la destinazione al mercato giammai ha sostenuto che ogni singolo atto debba avere una finalità immediata di questo tipo, limitandosi ad affermare che l'orientamento debba essere valutato avendo riguardo all'attività nel suo complesso.

Precisazione comune a tutti i sostenitori di tale secondo orientamento, poi, è che gli atti preparatori sono sufficienti ad integrare un'attività di impresa se la loro strumentalità al futuro compimento di atti di produzione o scambio sia *oggettiva e riconoscibile* ai terzi, ovvero sia se si tratti di atti tipici e qualificanti di un'attività di impresa (e non già di atti generici), secondo quanto risulta oggettivamente e manifestamente ad un osservatore esterno.

Non mancano anche sostenitori di tesi intermedie, come quella – seguita anche da una parte della giurisprudenza – secondo cui l'impresa sarebbe una *fattispecie a contenuto variabile*, sicché potrebbero individuarsi tempi diversi di inizio a seconda della finalità sottesa alla disciplina di volta in volta applicabile: segnatamente, sarebbe sufficiente il compimento di atti di organizzazione in relazione a discipline come quella sulla concorrenza sleale, sui rapporti di lavoro o in materia di consorzi, mentre sarebbe necessario il compimento di atti dell'organizzazione affinché entrino in gioco le norme in tema di regi-

stro delle imprese, scritture contabili, fallimento, ecc.

Al di là di ogni altra considerazione, peraltro, lascia perplesso il criterio stesso con cui la disciplina viene distribuita tra le due categorie, essendo ad esempio difficile comprendere perché non dovrebbe applicarsi la disciplina fallimentare laddove vi fosse già un ricorso al credito tale da comportare l'insorgere di uno stato di insolvenza, del tutto irrilevante apparendo la circostanza che non si sia ancora affermato o consolidato un quadro di relazioni con il mercato "a valle".

4. Venendo ora ai quesiti sollevati *in apicibus*, e prendendo le mosse dal primo di essi (ovverosia se e in che misura la disciplina sulla Comunicazione Unica possa incidere sulle conclusioni raggiunte circa il momento di nascita dell'impresa), può senz'altro affermarsi che il tenore stesso delle argomentazioni spese a sostegno della tesi preferibile relativamente all'individuazione del tempo in cui può collocarsi l'inizio dell'impresa e l'acquisto della qualità di imprenditore è tale per cui può e deve senz'altro escludersi che la disciplina sulla Comunicazione Unica possa in alcun modo incidere sulle conclusioni cui si è in quella sede pervenuti.

In particolare, difatti, la disciplina in questione non fornisce alcun argomento idoneo a revocare in dubbio la conclusione (come si è visto, pacifica ed indiscussa) secondo cui i requisiti (soggettivi ed oggettivi) abilitanti non sono necessari, né sufficienti, ai fini della nascita dell'impresa (e dell'acquisto della qualità di imprenditore); e non introduce affatto, come pure qualche primo commentatore ha (forse solo provocatoriamente) sostenuto, una sorta di iscrizione dell'impresa con funzione (o efficacia) "costitutiva".

Presumibilmente la disciplina in esame introduce un ulteriore presupposto di tipo “abilitante”, sicché l'avvio dell'attività imprenditoriale può dirsi legittimo solo a condizione che venga preceduto dalla presentazione della Comunicazione Unica (anche se non può farsi a meno di notare che manca la previsione di una specifica ed autonoma sanzione per il caso dell'inosservanza). E tuttavia, l'adempimento così richiesto non costituisce condizione costitutiva della “nascita” dell'impresa (come potrebbe *prima facie* desumersi dalla rubrica dell'art. 9), ma solo presupposto di “liceità” (in senso debole) del relativo esercizio.

A tale conclusione si perviene agevolmente sulla scorta (tra le altre) delle seguenti argomentazioni, le prime di ordine letterale, le altre di ordine sistematico e teleologico:

(i) al di là della rubrica (il cui valore interpretativo è notoriamente ridotto), il testo dell'art. 9, commi 1 e 3, d.l. 7/07, è quello tipico di norme che introducono adempimenti amministrativi, non già quello proprio di norme con funzione “definitoria” di una determinata fattispecie; e nello stesso senso appaiono anche l'art. 9, comma 2°, secondo cui «La comunicazione unica vale quale assolvimento di tutti gli *adempimenti amministrativi previsti per l'iscrizione al registro delle imprese*» (nonché lo stesso art. 1, comma 1°, del d.p.c.m. 6 maggio 2009, recante, in attuazione del settimo comma dello stesso art. 9, l'individuazione delle regole tecniche per l'attuazione della previsione legislativa in commento, nonché le modalità di presentazione della Comunicazione Unica e per l'immediato trasferimento telematico dei dati tra le Amministrazioni interessate, secondo cui «il presente decreto stabilisce gli *adempimenti amministrativi previsti per l'iscrizione al*

registro delle imprese e ai fini previdenziali, assistenziali, fiscali [...]»);

(ii) si afferma, inoltre, che il rilascio della ricevuta costituisce “titolo” per l'immediato avvio dell'attività imprenditoriale, con ciò lasciando intendere che esso rappresenta la condizione per il suo legittimo avvio, non già il presupposto costitutivo della fattispecie “impresa”;

(iii) oltretutto a tal fine è sufficiente, appunto, il rilascio della “ricevuta” di presentazione della Comunicazione Unica, che a sua volta presuppone la semplice “protocollazione” della domanda, non anche l'avvenuta iscrizione;

(iv) la definizione di impresa continua ad essere quella di cui all'art. 2082 c.c., corredata del bagaglio sistematico e concettuale di cui la lunga elaborazione dottrinarica e giurisprudenziale la ha arricchita;

(v) la norma sulla Comunicazione Unica si propone una finalità di “semplificazione” amministrativa, non già l'obiettivo di ribaltare il sistema di valori e di interessi sottesi alla disciplina dell'impresa;

(vi) conservano, dunque, intatta la propria piena valenza gli argomenti sistematici messi in luce nelle pagine precedenti e discendenti dalla nozione “fattuale” dell'attività e dell'impresa e dal correlativo principio di “effettività”.

*A fortiori* la nuova disciplina non è in grado di incidere sul dibattito concernente la rilevanza degli “atti di organizzazione”, trattandosi di atti che non attengono ai presupposti formali abilitanti, ma a quelli reali (e rispetto ai quali, pertanto, la presentazione o meno della Comunicazione Unica è palesemente irrilevante).



Quanto al secondo e rovesciato quesito, invece, credo che il dibattito in tema di inizio dell'impresa, come sopra sintetizzato, sia tutt'altro che indifferente nell'interpretazione della nuova disciplina in tema di Comunicazione Unica.

In particolare, la questione è se l'“avvio” dell'attività imprenditoriale che deve essere preceduto dalla presentazione della Comunicazione Unica e che può essere considerato lecito alla sola condizione che sia stata rilasciata la relativa ricevuta debba intendersi come il compimento dei primi atti di produzione o di scambio o come il compimento anche dei primi atti di organizzazione.

Ma la risposta più plausibile parrebbe quella di ribadire che il mero compimento di atti di organizzazione non sia, come tale, incompatibile o comunque senz'altro estraneo alla qualificazione della fattispecie come “impresa”. E così, ad esempio, ove in fase di allestimento dell'azienda vengano già assunti dipendenti, ed *a maiori* ove si tratti di dipendenti esposti al rischio di infortuni sul lavoro, la presentazione della Comunicazione Unica dovrebbe essere sicuramente antecedente; mentre, ove manchino dipendenti, e considerando le conclusioni cui perviene la giurisprudenza tributaria (circa la deducibilità dei costi sostenuti in fase di allestimento dell'azienda, dove si distingue a seconda della tipologia e della voce di costo), potrebbe essere necessario effettuare ulteriori distinzioni caso per caso.

Dunque non c'è possibilità di dare una risposta univoca, salvo solo a doversi precisare che, in linea di principio, non potrebbe affermarsi senz'altro che sia sufficiente la presentazione della Comunicazione Unica prima del compimento di atti di produzione o di scambio, non potendosi negare che, talora, il compimento di atti di organizza-

zione possa dar luogo ad una vicenda di “inizio” o “avvio” dell’attività di impresa irregolarmente avvenuta in data anteriore al relativo (necessariamente “preventivo”) adempimento.

5. Occorre, infine, dar conto delle principali questioni applicative che si pongono (ciascuna col proprio bagaglio di possibili corollari logici) nella specifica prospettiva del “registro delle imprese” in senso stretto.

(i) In tal senso, una prima osservazione, di taglio sistematico, è che, con la disciplina in commento, l’iscrizione nel registro delle imprese non ha più per oggetto l’*impresa*, ovverosia la circostanza oggettiva e fattuale dell’avvenuto inizio, sul piano del fatto, di un’attività connotata dagli attributi di cui all’art. 2082 c.c., ma assume la configurazione di iscrizione di un soggetto che semplicemente programma di (e dunque, ancora semplicemente intende) svolgere un’attività d’impresa. Con il che si realizza un vero e proprio ribaltamento del sistema codicistico e, per altro verso, si enfatizza ulteriormente la concezione del registro delle imprese come registro di soggetti, progressivamente affermatasi con la legislazione successiva alla l. 29 dicembre 1993, n. 580 («*Riordinamento delle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura*»).

Tutto ciò dà luogo ad una evidente anomalia sistematica, atteso che l’impresa finisce per risultare iscritta prima che l’attività abbia avuto inizio e, dunque, prima che l’impresa stessa possa dirsi effettivamente venuta ad esistenza. Ché, anzi, con la presentazione della Comunicazione Unica, e la correlativa istanza di iscrizione nel registro delle imprese, l’istante in un certo senso dichiara e riconosce di non

essere ancora imprenditore, ma di avere ancora solo l'intenzione di avviare l'esercizio dell'impresa.

Corollario ulteriore della conseguenza appena segnalata, poi, è che potrebbe aversi anche il caso (che nel sistema originario avrebbe dato vita ad una singolare distonia sistematica) di presentazione di una Comunicazione Unica per la nascita di una nuova impresa solo successivamente seguita da una nuova Comunicazione Unica (recante il solo modello Rea per il registro delle imprese) di comunicazione dell'inizio dell'attività, ove quest'ultima dovesse essere avviata in data protratta nel tempo rispetto a quella di presentazione della prima comunicazione.

E complicazione ulteriore è quella per cui la scelta della sezione in cui chiedere l'iscrizione e la necessaria preventiva qualificazione dell'attività in termini dimensionali (piccola o grande) e tipologici (agricola o commerciale) finirà per esprimere delle previsioni, più che essere conseguenza oggettiva di una realtà concreta ed effettiva.

(ii) Una questione interpretativa che l'art. 9 del d.l. 7/07 solleva è, poi, se debba intendersi che la stessa abbia sostituito, *in parte qua*, l'art. 2196 c.c. in ordine al termine entro cui debba essere chiesta l'iscrizione nel registro delle imprese: in altre parole, se il termine per la domanda di iscrizione nel registro delle imprese non sia più quello di trenta giorni da (ovverosia, *dopo*) l'inizio dell'impresa, ma sia spostato a un tempo (qualsiasi) anteriore all'inizio medesimo.

A tal fine, la risposta più plausibile parrebbe quella affermativa, considerando che la Comunicazione Unica è destinata a sostituire la domanda di iscrizione nel registro delle imprese [art. 9, comma 2°, d.l. 7/07 e artt. 1, comma 1°, e 5, comma 1°, lett. b), d.p.c.m. 6 maggio

2009].

Del resto, è pur vero che l'art. 2196 c.c. non compare tra le norme abrogate di cui all'art. 9, comma 9°, d.l. 7/07; ma ad una simile eventuale obiezione sarebbe agevole replicare, da un lato, che una integrale abrogazione non sarebbe stata, in evidenza, necessaria e, dall'altro, che una norma successiva è in grado comunque di travolgere (o, come nella specie, di modificare parzialmente) una norma anteriore, qualora le due appaiano tra loro incompatibili.

(iii) Una volta che si desse risposta affermativa al quesito precedente, poi, si porrebbe l'ulteriore questione se possa applicarsi la sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 2194 c.c. per "inosservanza dell'obbligo di iscrizione" ogni qualvolta la domanda (*rectius*, la Comunicazione Unica) fosse presentata successivamente all'avvio dell'attività.

In effetti, una volta che si concludesse nel senso che la presentazione della Comunicazione Unica prima dell'inizio dell'impresa configuri obbligo sostitutivo della domanda di iscrizione di cui all'art. 2196 c.c., sarebbe coerente reputare che la sua inosservanza debba essere sanzionata negli stessi termini. Del resto, avrebbe poco senso opinare invece che l'obbligo di iscrizione sia stato effettivamente anticipato ad un momento anteriore all'inizio dell'impresa e che, tuttavia, ai soli fini di evitare l'applicazione della sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 2194 c.c., sia sufficiente presentare la Comunicazione Unica (in ritardo rispetto al nuovo termine di legge, ma) entro trenta giorni dall'avvenuto inizio dell'impresa. A meno di non ritenere che tra gli effetti delle più recenti novità legislative sia annoverabile una sorta di (peraltro sicuramente non voluta) esenzione da sanzione

amministrativa pecuniaria per l'inadempimento (o il ritardato adempimento) dell'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese.

Ciò considerato, non potrebbe peraltro non riconoscersi che, trattandosi di norma sanzionatoria, qualche difficoltà applicativa potrebbe oggettivamente originarsi vuoi dalle incertezze interpretative sopra accennate, vuoi (e soprattutto) dall'incertezza della collocazione nel tempo dell'avvio dell'attività, qualora la produzione o lo scambio siano stati preceduti da una lunga e magari complessa attività "di organizzazione".

(iv) Ulteriore quesito sarebbe se l'ufficio del registro delle imprese abbia il potere-dovere di verificare che la domanda sia presentata secondo la ridetta tempistica.

Ma, come in riferimento alla questione precedente, anche qui può senz'altro affermarsi che la risposta, pur astrattamente affermativa in linea di principio, è poi condizionata in concreto dalla complicazione istruttoria che deriverebbe dalla oggettiva difficoltà che l'ufficio del registro delle imprese incontrerebbe, anche avuto riguardo alla natura sommaria dei relativi controlli, a contestare le risultanze di quella che sarebbe, nella sostanza, una sorta di autocertificazione<sup>8</sup>.

(v) Ancora, sarà necessario verificare se e in che misura la disciplina legislativa e regolamentare in tema di Comunicazione Unica reagisca sul procedimento amministrativo di iscrizione nel registro delle imprese, così come disciplinato dall'art. 11, d.p.r. 7 dicembre 1995, n. 581 («Regolamento di attuazione dell'articolo 8 della legge 29 dicembre 1993, n. 580, in materia di istituzione del registro delle imprese di cui all'articolo 2188 del codice civile»).

---

<sup>8</sup> Sul punto sia consentito rinviare al mio *I poteri di controllo dell'ufficio del registro delle imprese*, Napoli, 1999, 137 ss.

E a tal fine può fin d'ora segnalarsi che sicuramente si hanno modificazioni rilevanti sotto il profilo della c.d. "idoneità dell'atto di impulso", quale più generale presupposto di cui costituisce espressione specifica la previsione di cui all'art. 11, comma 6°, lett. b), d.p.r. n. 581/95 (in tema di "regolarità di compilazione del modello di domanda"), dovendo ora anche l'imprenditore individuale presentare la relativa domanda di iscrizione nel registro delle imprese (*rectius*, la Comunicazione Unica recante la domanda di iscrizione) per via telematica o su supporto informatico, con correlativa necessità di sottoscrizione mediante firma digitale (e artt. 3, comma 1°, e 9, d.p.c.m. 6 maggio 2009); dovendo, inoltre, nel modello di Comunicazione Unica essere indicata anche la casella di PEC (posta elettronica certificata) dell'impresa, ai fini dell'invio degli esiti delle domande e delle iscrizioni e di ogni altra comunicazione o provvedimento relativo al procedimento (art. 8, comma 1°, d.p.c.m. 6 maggio 2009, ove è altresì previsto, al secondo comma, che, nel caso in cui l'impresa sia sprovvista di PEC, la camera di commercio provvede ad assegnarla gratuitamente e, al terzo comma, che la casella dell'impresa è iscritta al registro delle imprese ai sensi dell'art. 4, comma 4°, d.p.r. 11 febbraio 2005, n. 68, contenente il «*Regolamento recante disposizioni per l'utilizzo della posta elettronica certificata, a norma dell'articolo 27 della legge 16 gennaio 2003, n. 3*»).

Ulteriori conseguenze rilevanti potrebbero manifestarsi, inoltre, sotto il profilo della legittimazione alla presentazione della domanda, atteso che il d.p.c.m. 6 maggio 2009, all'art. 10, comma 1°, lett. f), prescrive che l'ufficio del registro delle imprese verifichi «che i soggetti dichiaranti e firmatari della comunicazione siano quelli titolati a

rappresentare l'impresa presso gli enti previdenziali o assistenziali o fiscali», per lo meno laddove dovessero individuarsi ipotesi in cui la legittimazione alla presentazione della domanda di iscrizione nel registro delle imprese non dovesse necessariamente coincidere con quella alla rappresentanza dell'impresa presso gli altri enti destinatari della Comunicazione Unica.

Ed ancora, impatto significativo è anche quello che potrà manifestarsi sotto il profilo dei controlli che l'ufficio del registro delle imprese è chiamato ad effettuare, in una fase per vero anteriore a quella dell'istruttoria vera e propria ai fini dell'iscrizione e coincidente con i c.d. “controlli di ricevibilità” dell'istanza, atteso che l'art. 10, del d.p.c.m. 6 maggio 2009, elenca tutte le verifiche che «il sistema informatico del registro delle imprese provvede a» effettuare e il cui esito negativo comporta che «la Comunicazione è irricevibile», «e il sistema notifica immediatamente l'informazione alla casella dell'impresa [...]».

(vi) Quanto alle imprese artigiane, poi, l'introduzione della Comunicazione Unica non potrà che confermare definitivamente e incontrovertibilmente che, come già ebbi modo di scrivere qualche anno addietro<sup>9</sup>, l'*annotazione* nella apposita “sezione speciale delle imprese artigiane” del registro delle imprese non è affatto sostitutiva dell'*iscrizione* nel registro delle imprese (o quanto meno non potrà più esserlo, pur laddove la prassi operativa fosse fin qui stata in senso opposto), da reputarsi necessaria non solo (come pacificamente riconosciuto) laddove l'impresa artigiana faccia capo ad un “grande imprenditore” (dovendo allora avvenire nella sezione ordinaria), ma anche

---

<sup>9</sup> Cfr. il mio *Brevi osservazioni sulla “pubblicità” dell'imprenditore artigiano*, in *Giur. comm.*, 1999, II, 61.

(come invece da più parti contestato) nel caso in cui il titolare sia semplicemente un “piccolo imprenditore” (dovendosi ritenere tutt’altro che superflua e ridondante l’iscrizione nella sezione speciale dei piccoli imprenditori, oltre all’annotazione nella sezione speciale delle imprese artigiane).

Chi intenda avviare un’attività di impresa di tipo artigiano, pertanto, dovrà presentare la Comunicazione Unica di iscrizione nel registro delle imprese (sezione ordinaria o sezione speciale, secondo i casi) e successivamente, una volta ottenuta l’iscrizione nell’albo delle imprese artigiane a fronte della correlativa domanda alla commissione provinciale per l’artigianato, sarà anche annotato nella relativa sezione speciale<sup>10</sup>.

(vii) Un approfondimento particolare ed autonomo meriterebbero poi – ma si tratta di argomenti che travalicano i confini del presente studio – il tema dei rapporti tra Comunicazione Unica e iscrizioni relative a società e consorzi e quello della Comunicazione Unica presentata ai fini delle modifiche o della cessazione dell’attività d’impresa (art. 9, comma 5°, d.l. 7/07).

VINCENZO DONATIVI

*Ordinario di Diritto Commerciale  
nell’Università LUM Jean Monnet*

---

<sup>10</sup> Deve tuttavia rilevarsi che, nella specifica materia, è in atto un’evoluzione normativa particolarmente articolata, anche in ragione della competenza regionale a legiferare in materia di artigianato.



# CRISI FINANZIARIA.

## COMPORAMENTI, REGOLE E CONTROLLI

SOMMARIO: 1. Motivazioni della crisi finanziaria. - 2. Riflessi della crisi finanziaria. - 3. Moltiplicazione del rischio di credito. - 4. Comportamenti, regole e controlli. - 5. Considerazioni conclusive

1. Il presente lavoro considera la crisi finanziaria, individuando riflessi sugli intermediari finanziari e sui mercati finanziari e, nel contempo, fornendo indicazioni per il superamento e la prevenzione.

Criteri irrazionali nell'erogazione dei prestiti innalzano il rischio di credito sul portafoglio prestiti e, nel contempo, criteri irrazionali nel trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e/o *credit derivatives* moltiplicano il rischio di credito sul portafoglio strumenti finanziari sfociando nella *subprime mortgage financial crisis*, iniziata negli Stati Uniti nel 2006, accentuatasi nel 2007 e 2008 e diffusasi negli altri paesi del mondo.

I prestiti a clienti di pessima qualità e la successiva applicazione della *securitisation* e/o dei *credit derivatives*, insieme all'andamento negativo del mercato immobiliare, producono ripetute insolvenze e, per conseguenza, perdite di valore nella gamma delle *asset-backed securities (ABS)* e/o nei *credit derivatives*. Perdite e incertezze creano ulteriori perdite legate al *panic selling* e alla diffusione della crisi fi-

nanziaria perché gli intermediari finanziari caratterizzati da alti livelli delle *ABS* e/o dei *credit derivatives* nell'attivo di bilancio sono colpiti da crisi di sfiducia per le riduzioni di valore, sollevando problemi di ricapitalizzazione e fallimenti a più riprese<sup>1</sup>.

Negli ultimi anni, il corretto utilizzo della *securitisation* che postula l'applicazione a prestiti di ottima qualità è pressoché ignorato, innalzando i volumi per la forte espansione. Non solo, il corretto utilizzo dei *credit derivatives* ritrova poco riscontro, ampliando i volumi per il forte sviluppo legato essenzialmente all'intreccio banche-assicurazioni.

A ben vedere, le grandi banche americane non considerano i riflessi insiti nelle ripetute e scorrette prassi applicative del trasferimento del rischio di credito per i sistemi finanziari nel loro insieme. Il passaggio da un'ottica di tipo *originate to hold* a una di tipo *originate to distribute* lascia credere agli intermediari bancari che si possa ca-

<sup>1</sup> Sul tema della crisi finanziaria cfr., tra gli altri, CAPRIGLIONE F., *Crisi a confronto* (1929 e 2009). *Il caso italiano*, Padova, Cedam, 2009; CARDIA L., *Armonizzazione normativa e cooperazione per combattere la crisi in Europa*, in "Bancaria", Giugno, 2009; CAROSIO G., *Oltre la crisi. Regole, vigilanza, infrastrutture*, in "Bancaria", Giugno, 2009; CAVALIERI E., Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale, in "Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia", n. 2, 2009; COLOMBINI F., CALABRO' A., *Crisi globale e finanza innovativa. Irrazionale creazione, trasferimento e moltiplicazione del rischio di credito*, Torino, Utet, 2009; DRAGHI M., *Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza*, in "Bancaria", Novembre, 2008; FRANKE G., KRAHNEN J.P., *The future of securitisation*, in "Working Paper", n. 31, Center for Financial Studies, 2008; FRATIANNI M., MARCHIONNE F., *Il ruolo delle banche nella crisi finanziaria dei subprime*, in "Economia Italiana", n. 1, 2009; FORNASARI F., *I dati e gli insegnamenti della crisi finanziaria USA*, in "Economia Italiana", n. 1, 2009; GOODHART C.A.E., *The background to the 2007 financial crisis*, in "International Economics and Economic Policy", February, 2008; MASERA R., *La crisi finanziaria e i modelli di corporate governance delle banche: implicazioni e prospettive*, in "Bancaria", Gennaio, 2009; MOTTURA P., *Crisi subprime e innovazione finanziaria*, in "Bancaria", Febbraio, 2008; PURNANANDAM A., *Originate to distribute model and the subprime mortgage crisis*, in "Working Paper", July, University of Michigan, 2008; SHILLER R.J., *The subprime solution. How today's global financial crisis happened, and what to do about it*, Princeton, Princeton University Press, 2008; SIRONI A., *La crisi finanziaria internazionale un anno dopo: quali lezioni per le banche e le autorità di vigilanza?*, in "Economia & Management", n. 5, 2008; STIGLITZ J.E., *La crisi finanziaria internazionale: le regole da riscrivere e le prospettive future*, in "Bancaria", Settembre 2009.

valcare il *boom* del mercato immobiliare senza che i rischi relativi al suo rallentamento possano in qualche modo inficiare la salute dei bilanci.

Il modello *originate to distribute* nella sostanza disincentiva le banche da un'adeguata applicazione dei processi di *screening* e *monitoring* e, per conseguenza, fornisce la possibilità di accesso al credito anche a segmenti di clientela con scarse capacità di rimborso. Senonché la finanza innovativa, inquadrabile nella creazione di *asset-backed securities* e *credit derivatives*, provoca il trasferimento all'esterno dei rischi legati alle *bad practices* seguite nell'erogazione dei prestiti. Tale trasferimento si concreta nella cessione di prestiti dell'attivo e nella creazione di un veicolo fuori bilancio che acquista i prestiti ceduti e colloca le *asset-backed securities (ABS)* sul mercato per la raccolta delle risorse monetarie e nella creazione di *credit derivatives* che presuppongono la copertura del rischio di credito presso altri intermediari finanziari.

E' da precisare che il trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e *credit derivatives* non provoca il definitivo distacco e separazione dalla banca originaria perché rispettivamente nell'ipotesi di notevoli perdite nel veicolo fuori bilancio e nell'ipotesi di inadempimento dell'intermediario fornitore della protezione, la banca originaria è costretta a intervenire sollevando ricadute negative sul piano delle perdite del conto economico e del capitale.

Tali circostanze, unitamente all'alto *leverage*, sottintendono un'alta propensione al rischio delle banche commerciali e anche delle banche di investimento, indicando presupposti per la fragilità del sistema finanziario.

E' da precisare che la bolla immobiliare negli Stati Uniti è sostenuta da finanziamenti che raggiungono il 100% del valore dell'immobile e che, in alcuni casi, premiano con ulteriore credito l'apprezzamento del valore dell'abitazione, innalzando l'indebitamento delle famiglie americane.

L'irrazionalità che contraddistingue il sistema finanziario ritrova negli alti profitti conseguiti da banche commerciali, banche di investimento, agenzie di *rating*, assicurazioni, *hedge funds* la risposta. I bilanci palesano livelli assai alti dei profitti e la comunità finanziaria è entusiasta di fronte alle prospettive annunciate dai *chief executive officers* (CEOs) dei grandi intermediari finanziari. All'interno del sistema, vi è consapevolezza che il processo possa terminare bruscamente, ma la speranza, rivelatasi poi del tutto infondata, è quella che ciò possa avvenire il più tardi possibile.

2. La crisi del mercato immobiliare trascina nella crisi i *subprime mortgages* e le connesse attività, provocando svalutazioni e insolvenze negli strumenti dell'attivo e perdite nel conto economico e, allo stesso tempo, riduzioni della liquidità presso banche e altri intermediari finanziari. Riduzioni di valore dell'attivo e del capitale producono l'innalzamento del *leverage*, indicando più alta propensione al rischio e, quindi, innestando crisi di sfiducia.

L'inasprimento dei rapporti interbancari non rende possibile il ricorso al credito a breve per il rifinanziamento di tali attività cosicché le banche ricorrono ai mercati finanziari che ancora godono di un grado di liquidità come ad esempio i mercati azionari. Quello che si nasconde dietro il collasso dei mercati azionari si lega non solo al dete-

rioramento della crescita economica, ma anche della liquidità. Le stesse banche ricorrono all'azionario per fare cassa alla ricerca di risorse monetarie in grado di supplire alle problematiche legate al mercato interbancario<sup>2</sup>.

A ben vedere, i mercati finanziari entrano in crisi e diventano illiquidi eccettuato il mercato azionario, palesando correlazioni fra i rischi e riducendo i vantaggi della diversificazione.

I sistemi finanziari si ritrovano a fine 2008 in una sorta di trappola della liquidità perché le iniezioni di moneta promosse dalle banche centrali sono vanificate dal clima di sfiducia e sospetto che si respira nei rapporti interbancari<sup>3</sup>. A fronte di banche che si dimostrano timorose di offrire denaro all'interno del circuito interbancario per incertezze sulla solidità finanziaria delle controparti, vi sono altre che in seguito al forte innalzamento del costo del denaro speculano tesaurizzando liquidità con l'intento di rivenderla in futuro a un prezzo più elevato.

La situazione di *stress* registrata sul mercato interbancario è ben fotografata dall'aumento dello *spread* fra il tasso interbancario e il tasso *swap* sull'interbancario. Mentre il primo contratto sottolinea il passaggio di denaro tra i soggetti coinvolti, il secondo si esplica nella sola corresponsione degli interessi maturati. Nella prima tipologia il rischio di credito è molto più elevato e invece nella seconda tipologia il ri-

---

<sup>2</sup> Cfr. ALLEN F., CARLETTI E., *The role of liquidity in financial crises*, in "Maintaining Stability in a Changing Financial System", Jackson Hole Symposium, August 21-23, 2008.

<sup>3</sup> Lo strumento dell'iniezione di moneta nel sistema è stato ripetutamente utilizzato nel contesto delle crisi finanziarie. Sul tema, cfr. BANTI C., *Le crisi finanziarie e le cornice preventive e risolutive nel sistema globale*, in "Rivista Bancaria", n. 3, 2007; CLAESSENS S., KLINGEBIEL D., LAEVEN L., *Resolving systemic financial crises policies and institutions*, in "Working Paper", World Bank, August, 2004; HOGGART G., REIDHILL J., *Resolution of banking crises: a review*, in "Financial Stability Review", December, 2003; SCHINASI G., *Safeguarding financial stability. Theory and practice*, Washington, IMF, 2005.

schio in discorso è attenuato dal fatto che, in caso di fallimento della controparte, la perdita è relativa al solo venire meno del flusso di interessi.

La crisi finanziaria originata negli Stati Uniti tende alla diffusione a livello globale, insorgendo problemi di liquidità e insolvenza nel contesto dei diversi intermediari e mercati finanziari e nel contesto dei diversi paesi. Tale circostanza si innesta con i processi di internazionalizzazione, consolidamento e conglomerazione che coinvolgono intermediari finanziari appartenenti a diversi paesi e, nel contempo, crea diversi problemi sul terreno della regolamentazione e della vigilanza delle autorità nazionali.

3. Agli inizi degli anni 2000, il prolungato periodo di bassi saggi di interesse, nominali e reali, genera una forte espansione del credito e degli aggregati monetari. Le condizioni favorevoli di accesso al credito stimolano così un forte aumento della domanda di mutui e credito al consumo. La contrazione degli *spreads* creditizi registrata dalle banche alimenta politiche del credito sempre più aggressive volte alla massimizzazione dei profitti mediante l'aumento dei volumi intermediati. Il rischio di credito insito nel mancato pagamento degli interessi e/o del capitale connessi a titoli di debito o prestiti bancari tende alla crescita.

A ben vedere, il rischio di credito può originare la perdita attesa (*expected loss, EL*) che non desta problemi per la banca sussistendo idonei accantonamenti contabili e, quindi, alcun impatto negativo sui profitti futuri e invece il rischio di credito può determinare la perdita inattesa (*unexpected loss, UL*) che solleva problemi per la banca.

La distinzione fra perdita attesa e perdita inattesa è importante per le scelte gestionali sotto i seguenti aspetti:

1) importo delle rettifiche dirette di valore e degli accantonamenti necessari per la copertura delle perdite attese;

2) livello dei capitali propri per la copertura delle perdite inattese;

3) saggi di interesse in linea con le rettifiche di valore e gli accantonamenti per le perdite attese e il costo del capitale per le perdite inattese.

Di qui l'importanza di corrette metodologie per la misurazione delle perdite attese e inattese.<sup>4</sup> E' da precisare che la distinzione tra perdita attesa e inattesa risulta essere rilevante in tema di diversificazione dell'attivo. Se il tasso di perdita attesa di un portafoglio risulta pari alla media ponderata delle perdite attese delle attività che lo costituiscono indipendentemente dalla loro natura, la variabilità della perdita inattesa risulta essere tanto minore quanto minore è il grado di correlazione tra i singoli *assets*. Ciò fa intuire che, mentre la prima componente non è eliminabile tramite la diversificazione, così non è per la seconda che è invece notevolmente mitigabile grazie a un'idonea politica di diversificazione e trasferimento del rischio di credito<sup>5</sup>.

Vale precisare che *securitisation* e *credit derivatives* sono sperimentabili dal *risk management* delle banche per l'abbassamento del

---

<sup>4</sup> Cfr. BESSIS J., *Risk management in banking*, Chichester, Wiley, 2002; CIRILLO A., *La valutazione probabilistica del rischio di credito*, Roma, Aracne Editrice, 2005; LUSIGNANI G., *La gestione dei rischi nella banca*, in M. ONADO (a cura di), "La banca come impresa", Bologna, Il Mulino, 2004; MASERA R., *Rischio, banche, imprese. I nuovi standard di Basilea*, Milano, Il Sole 24 Ore, 2005.

<sup>5</sup> Cfr., in proposito, SHIN Y.C., SHIU Y.M., *Why do banks hedge with derivatives?*, in "Working Paper", January, Graduate School of International Business, Tunghai University, Taiwan, 2007.

rischio di credito che grava sui propri bilanci. La sperimentazione delle prassi in discorso nella stragrande maggioranza degli intermediari bancari provoca l'esplosione del rischio di credito nel suo complesso per il trasferimento dall'industria bancaria ad altre industrie finanziarie e, quindi, dal settore bancario al settore assicurativo e/o al settore mobiliare e via dicendo. Creazione e trasferimento del rischio di credito si ispirano al modello *originate to distribute*.

La banca perde l'incentivo allo svolgimento dello *screening* perché le perdite legate a irrazionali valutazioni incidono sui bilanci di chi acquista le attività e non sul proprio. Si sviluppa perciò un fenomeno di *moral hazard* che spinge ciascuna banca ad allargare l'accesso al credito a fasce sempre più rischiose di clientela nella consapevolezza che i connessi rischi non devono essere sostenuti.

La realtà dimostra però che molte delle società veicolo create *ad hoc* dalle banche per il trasferimento dell'enorme quantità dei rischi di credito creati tramite l'erogazione dei mutui di pessima qualità risultano legate alle banche *originators* da rapporti di garanzia originando *shadow liabilities* e, quindi, innalzando gli strumenti reversibili del loro fuori bilancio.

Più in generale, strumenti, mercati, intermediari diversi dalle banche commerciali sono inquadrabili nello *shadow banking system* che, pur essendo distinto da caratteri di opacità sotto diversi punti di vista, svolge un ruolo importante nell'origine e nelle manifestazioni della crisi finanziaria.

Insorgendo la crisi dei veicoli finanziari, le banche sono trascinate nella bufera, costrette a intervenire in qualità di garanti degli *assets* inizialmente trasferiti. In quest'ottica, la prassi del *credit risk*



*transfer* perde di sostanza e si configura alla stregua di un'operazione di tipo contabile volta a nascondere nel fuori bilancio l'effettiva esposizione al rischio di credito e l'effettivo grado di *leverage* delle banche.

Per anni il mercato del credito segue questa logica a dir poco "irrazionale". Essendo sperimentata da un largo numero di operatori, l'iniziale intento di perseguire un obiettivo di diversificazione e abbassamento del rischio diviene una chimera poiché i rischi assunti tramite l'acquisto di *assets* ceduti da altri intermediari finanziari da un punto di vista qualitativo replicano quelli trasferiti inizialmente al mercato.

Le prassi di creazione e trasferimento del rischio di credito sottintendono l'espansione degli strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* che sono inseriti essenzialmente nei portafogli strumenti finanziari di banche, banche di investimento, assicurazioni, *hedge funds*, sollevando oscillazioni di valore e svalutazioni e perdite.

L'innalzamento dei *subprime mortgages* nel portafoglio prestiti sottolinea il peggioramento della qualità e, quindi, svalutazioni e perdite. Tali circostanze sollevano problemi per crisi, ricapitalizzazioni e fallimenti nel contesto degli intermediari finanziari.

Le prassi di trasferimento del rischio di credito mediante *securitisation* e *credit derivatives* sollevano i presupposti per l'innalzamento globale a livello dei sistemi finanziari del rischio di credito che investe diversi intermediari finanziari e diversi investitori in strumenti finanziari legati ai *subprime mortgages* riconducibili alla progressiva creazione, diffusione e moltiplicazione dei titoli strutturati e derivati.

La crescita dei *subprime mortgages* costituisce il presuppo-

sto per la successiva crescita senza controlli di sorta dei connessi strumenti finanziari (titoli strutturati e derivati). Poiché il rischio di credito insito negli strumenti finanziari in discorso rimane alto e poiché il loro volume cresce ed entra nei portafogli di intermediari finanziari e investitori, il peggioramento del rischio di credito produce conseguenze assai negative per diversi intermediari finanziari e diverse industrie finanziarie.

Le svalutazioni caratterizzanti il *trading book* delle banche dimostrano come il sistematico ricorso ai processi di trasferimento del rischio di credito generi un effetto moltiplicativo del rischio in discorso diffondendo al resto del mercato gli errori insiti in sede di valutazione degli affidati. Non solo, poiché le banche rivestono il duplice ruolo di venditori e investitori nelle *ABS* di fatto cedono al mercato i rischi per i quali conoscono l'elevata rischiosità per assumerne altri per i quali hanno pochissime informazioni e capacità di porre in essere un adeguato sistema di controlli.

4. La crisi finanziaria trae origine essenzialmente all'interno dell'industria bancaria che, in tutti i paesi, costituisce un'industria altamente regolamentata. La crisi finanziaria trae origine ugualmente all'interno dei mercati obbligazionari cresciuti notevolmente sotto la spinta degli strumenti finanziari creati dalla *securitisation* e all'interno dei mercati dei derivati cresciuti pur sempre su livelli assai alti sotto la spinta dei *credit derivatives*. La crisi finanziaria trascina allo stesso tempo i mercati monetari e i mercati azionari.

L'analisi dei motivi di fondo rinvia ai comportamenti delle

banche incentrati nel conseguimento dei profitti seguendo un'ottica di breve periodo insieme ad altri operatori. Il parallelo sviluppo degli strumenti e dei mercati obbligazionari e degli strumenti e dei mercati dei derivati reca contributi per l'insorgenza e le manifestazioni della crisi.

E' agevole sottolineare che i comportamenti delle banche costituiscono il motivo di fondo ispiratore della crisi finanziaria. Di qui le valutazioni sui rimedi per il superamento definitivo e specie sulle iniziative necessarie per la creazione dei presupposti che in futuro evitino il ripetersi di crisi finanziarie.

Vi sono diverse proposte incentrate sull'imposizione di più regole. L'esigenza di più regole sussiste essenzialmente nel contesto dei mercati finanziari attribuendo più trasparenza agli strumenti e agli scambi sul mercato obbligazionario e sul mercato dei derivati.

L'esigenza di regole sussiste di meno nel contesto degli intermediari finanziari perché la crisi investe le banche epperò nel loro intreccio patologico con i mercati obbligazionari delle *ABS* per il forte ricorso alla *securitisation* e alla creazione di strumenti finanziari e con i mercati dei derivati per l'ampio collocamento di *credit derivatives* e la creazione di strumenti finanziari nel più generale contesto del trasferimento del rischio di credito.

L'esigenza di più incisivi controlli appare ugualmente necessaria per le autorità di vigilanza sui mercati finanziari e sugli intermediari finanziari, ridisegnando le modalità di controllo e rendendo la loro frequenza temporale più fitta nel tempo. E' nella carenza di controlli sugli intermediari finanziari e al tempo stesso sui mercati finanziari la motivazione fondamentale per l'insorgenza e la profondità della cri-

si finanziaria più che nella carenza di regole.

In questo ambito, i problemi di fondo sono i seguenti: intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari; intreccio fra intermediari finanziari e, in particolare, fra intermediari bancari e assicurativi; inclusione degli strumenti fuori bilancio per l'impostazione e le scelte del *risk management*.

L'intreccio intermediari finanziari-mercati finanziari conduce alla sperimentazione assai ampia della *securitisation* mediante creazione di strumenti finanziari e loro collocamento sui mercati finanziari. L'applicazione della *securitisation* nei confronti dei prestiti di pessima qualità estende il pessimo livello agli strumenti finanziari progressivamente creati, seguendo prassi operative del tutto scorrette rispetto alle indicazioni teoriche e alle scelte razionali. E' agevole sottolineare irrazionali comportamenti delle banche insieme a carenze nelle regole dei mercati finanziari e soprattutto carenze nei controlli delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari e sugli intermediari finanziari.

L'intreccio fra intermediari bancari e assicurativi porta al collocamento e alla sperimentazione di un ampio volume di derivati che sono acquistati dalle imprese di assicurazione, spingendo da un lato le banche all'innalzamento del rischio di credito e dall'altro al trasferimento del rischio di credito presso le imprese di assicurazione. E' opportuno indicare ugualmente irrazionali comportamenti degli intermediari assicurativi e bancari insieme a notevoli carenze nelle regole sui mercati finanziari e carenze nei controlli delle autorità di vigilanza sugli intermediari finanziari e sui mercati finanziari.

L'inclusione degli strumenti fuori bilancio nel *risk*

*management* degli intermediari bancari e assicurativi è necessaria per la ricostruzione di un quadro generale e completo per la valutazione del rischio di credito e del sistema dei rischi mediante accostamento unitario dei diversi strumenti e delle diverse aree di *business*. Tale inserimento è preso poco in considerazione e, quindi, l'identificazione, la misurazione e la gestione dei rischi non riflette criteri razionali e, specie, non corrisponde al loro globale inquadramento<sup>6</sup>.

La prevenzione delle crisi finanziarie postula criteri più razionali nei comportamenti e più incisività nelle regole e nei controlli, riprendendo scelte razionali nei diversi settori dell'intermediazione finanziaria e nei diversi settori dei mercati finanziari insieme a regole e controlli che al tempo stesso presentino elementi di efficacia e di tempestività. E' necessario quindi evitare il formarsi di asimmetrie nell'impostazione delle regole e nella conduzione dei controlli fra settori diversi dell'intermediazione finanziaria e dei mercati finanziari.

5. La crisi finanziaria è originata principalmente dalle irrazionali scelte delle banche per la selezione dei prestiti che entrano nella composizione del portafoglio e, specie, per il trasferimento del connesso rischio di credito seguendo ripetute modalità inseribili nella *securitisation* e/o nei *credit derivatives*. E' importante sottolineare l'obiettivo del conseguimento dei profitti nel breve periodo. Tali circostanze producono l'innalzamento del rischio di credito del portafoglio prestiti per l'irrazionale selezione e, in prosieguo, del portafoglio strumenti finanziari per la creazione di *ABS* e/o *credit derivatives*, innalzando e moltiplicando il rischio di credito con riflessi negativi sulle oscillazio-

---

<sup>6</sup> Cfr. COLOMBINI F., *Intermediari, mercati e strumenti finanziari. Economia e integrazione*, Torino, 2008.

ni di valore.

Il vizio di origine insito nella creazione di prestiti di pessima qualità che entrano nel portafoglio prestiti delle banche e i successivi processi di trasferimento del rischio di credito producono la creazione e diffusione di strumenti finanziari legati ai prestiti di pessima qualità che incorporano un rischio di credito molto alto e che finiscono nei portafogli strumenti finanziari di diversi intermediari finanziari e investitori.

Di qui le forti oscillazioni di valore che, all'insorgenza e all'acuirsi della crisi finanziaria, colpiscono diversi mercati degli strumenti finanziari e, in prosieguo, provocano svalutazioni e perdite nell'attivo di una pluralità di intermediari finanziari e industrie finanziarie.

Banche commerciali, banche di investimento, assicurazioni, *hedge funds* e altri intermediari contribuiscono essenzialmente alla crisi finanziaria sia mediante la creazione di prestiti e strumenti finanziari di pessima qualità sia mediante il loro collocamento e la loro negoziazione sui mercati finanziari, sottintendendo prassi operative incentrate sull'innalzamento del rischio di credito inizialmente per l'irrazionale *screening* del portafoglio prestiti e successivamente per la diffusione del rischio di credito nella creazione degli strumenti finanziari legati alle modalità del trasferimento sul mercato.

Le agenzie di *rating* contribuiscono ugualmente alla nascita e al mantenimento della crisi finanziaria mediante prassi valutative per l'attribuzione dei *ratings* largamente ottimistiche e prive di legami con l'evoluzione degli eventi economici.

Il lassismo delle autorità di controllo gioca di fatto un ruolo

fondamentale sull'intensità e sulle proporzioni di questa crisi perché controlli più incisivi avrebbero ridotto l'impatto e l'ampia diffusione su scala globale.

La crisi finanziaria sottintende il fallimento delle regole e dei controlli sugli intermediari finanziari e anche sui mercati finanziari al cospetto della finanza innovativa.

In questo ambito, è agevole fornire elementi di sintesi:

1) l'origine della crisi finanziaria è legata essenzialmente all'irrazionalità nelle scelte di creazione e trasferimento del rischio di credito, selezionando prestiti di pessima qualità e innalzando e moltiplicando il rischio di credito;

2) l'applicazione della *securitisation* ai *subprime mortgages* crea *ABS* di bassa o pessima qualità, innalzando il loro rischio di credito e creando i presupposti per riduzioni di valore nei portafogli strumenti finanziari degli intermediari finanziari e investitori;

3) l'applicazione dei *credit derivatives* al rischio di credito dei *subprime mortgages* crea strumenti finanziari ugualmente di bassa o pessima qualità, sollevando ugualmente motivi per riduzioni di valore nei portafogli strumenti finanziari degli intermediari finanziari e investitori;

4) l'applicazione dei *ratings* segue prassi non corrette per le valutazioni troppo ottimistiche sulla qualità delle *ABS*;

5) carenze nelle regole sono riscontrabili per i mercati finanziari più che per gli intermediari finanziari;

6) carenze nelle regole sono riscontrabili per lo *shadow banking system*;

7) carenze, lacune e ritardi nei controlli sono riscontrabili sia

per gli intermediari finanziari sia per i mercati finanziari.

E' necessario ricreare le condizioni affinché innovazione finanziaria e innovazione regolamentare muovano verso il medesimo fine, vale a dire la stabilità e la salute del sistema finanziario.

Le iniziative per il superamento della crisi finanziaria contribuiscono al risanamento degli intermediari finanziari, ricreando e consolidando un clima di fiducia. Gli interventi pubblici ricomprendono essenzialmente acquisto di titoli tossici, ricapitalizzazione, rinegoziazione dei mutui, creazione della *bad bank*, alimentando la crescita della spesa pubblica e del debito pubblico specie negli Stati Uniti.

Il sostegno finanziario pubblico è destinato tipicamente alle grandi imprese bancarie, assicurative e finanziarie perché le grandi dimensioni rendono necessario il salvataggio evitando l'impatto sistemico. Le risorse pubbliche allontanano il problema dei fallimenti epperò gli interventi in discorso non introducono selezioni nei salvataggi e, quindi, rimangono sul mercato sia intermediari con buone prospettive di efficienza ed economicità sia intermediari con modeste prospettive di efficienza ed economicità.

Pertanto, gli interventi pubblici tendono alla soluzione del problema del mero salvataggio e non tendono al miglioramento delle condizioni di efficienza ed economicità nel contesto degli intermediari e dei sistemi finanziari. Non solo, i ripetuti interventi a sostegno delle imprese bancarie, assicurative e finanziarie e, quindi, la ripetuta applicazione della clausola di *bail out* instaura una sorta di automatismo che implicitamente non frena il perseguimento di scelte rischiose e irrazionali nel contesto dei sistemi finanziari.

Il superamento della crisi finanziaria è legato essenzialmente al-



la rimozione dell'incertezza di valore sugli attivi bancari mediante separazione e spostamento all'esterno dei *toxic assets* dall'attivo, ricreando e rafforzando il clima di fiducia nel contesto degli intermediari e dei mercati finanziari.

La valutazione sull'adeguatezza delle regole nel contesto dei mercati dei derivati, dei mercati delle *ABS*, dei mercati azionari e dei mercati monetari e, allo stesso tempo, delle banche, delle banche di investimento, delle assicurazioni, degli *hedge funds*, delle società veicolo edelle agenzie di *rating* deve essere accompagnata a una ridefinizione dei controlli e delle autorità di vigilanza, considerando le manifestazioni legate agli intrecci intermediari finanziari-mercati finanziari, agli intrecci fra intermediari finanziari e all'inclusione del fuori bilancio nel contesto del *risk management*.

Pertanto, l'analisi sull'adeguatezza delle regole deve essere impostata insieme all'analisi sull'adeguatezza dei controlli e delle autorità di vigilanza, risolvendo nel contempo il problema del modello singolo o del modello plurimo nel contesto delle autorità di vigilanza. Regole, controlli e autorità di vigilanza debbono essere rivisti e aggiornati epperò alla luce dell'evoluzione dei sistemi finanziari e, quindi, considerando correlazioni e interdipendenze nelle loro diversità e applicazioni.

La revisione di regole, controlli e autorità di vigilanza deve essere realizzata altresì nella prospettiva della creazione di migliori presupposti onde evitare in futuro il ripetersi di crisi finanziarie. E' importante valutare l'interazione fra regole e controlli perché i comportamenti degli intermediari finanziari e degli operatori non presentino motivi di preoccupazione sul piano dell'instabilità finanziaria sia a li-

vello micro sia a livello macro.

Il ridisegnare regole, controlli, autorità di vigilanza presuppone la considerazione e l'inquadramento delle correlazioni e interdipendenze fra intermediari finanziari e mercati finanziari e fra intermediari finanziari e, nel contempo, fra regole e controlli per l'impatto sui comportamenti di intermediari finanziari e operatori, sussistendo il ruolo fondamentale svolto nel contesto evolutivo dei sistemi finanziari.

*Fabiano Colombini*

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari  
nell'Università di Pisa

## LE CLAUSOLE DI EQUIVALENZA NELLA REGOLAZIONE FINANZIARIA COMUNITARIA \*

SOMMARIO: 1. Generalità. – 2. Le clausole di equivalenza nell'analisi della dottrina. – 3. Modelli di clausola nella disciplina comunitaria. – 4. *Segue*: caratteri generali, finalità, ambito di valutazione. – 5. *Segue*: competenze applicative. – 6. Conclusioni.

1. In termini generali e con un certo margine di approssimazione, con l'espressione "clausola di equivalenza" possiamo indicare in questa sede tutte quelle disposizioni, contenute nella legislazione comunitaria riguardante la materia finanziaria, che regolano meccanismi procedurali – a seconda dei casi obbligatori o facoltativi, vincolanti o meno – attraverso i quali si perviene a valutare se la normativa di un paese terzo, in particolare la sua disciplina settoriale, è, o può essere, considerata equivalente a quella fissata in sede comunitaria.

Tali previsioni trovano prevalente applicazione in relazione ad imprese di paesi terzi che intendano operare nell'Unione europea, ovvero ad imprese comunitarie che presentino un legame rilevante con entità localizzate in quei paesi. Dall'esito di tale valutazione conseguono effetti di rilievo sul regime disciplinare applicabile alle imprese interessate, per solito l'assoggettamento o meno alla normativa comunitaria rispetto alla quale è condotta la verifica di equivalenza.

---

\* Il presente lavoro è destinato agli « Scritti in onore di Francesco Capriglione ».

Clausole della specie sono contenute sempre più frequentemente nella legislazione europea sui servizi finanziari; si è, anzi, segnalato in letteratura che l'approccio basato sul principio di equivalenza costituisca ad oggi quello preferito, in ambito comunitario, per decidere se applicare, nelle relazioni con imprese di paesi terzi, le regole dell'*home* o dell'*host country*.<sup>1</sup>

E' evidente, allora, lo specifico rilievo che dette clausole assumono ai fini della determinazione delle discipline applicabili. Siamo in presenza, infatti, di un criterio ordinatore dei rapporti tra regolazioni di paesi diversi (comunitari e non) che colloca su nuove basi le tradizionali dinamiche di *concorrenza e confronto* tra sistemi disciplinari<sup>2</sup>. Esso consente di individuare peculiari esiti operativi, laddove legittima – accertata l'equivalenza del regime del paese terzo – un *agere* dei soggetti extracomunitari svincolato, per taluni profili, dalla necessaria applicazione della normativa dell'*host country*.

Sotto altro aspetto, la tecnica verificativa in esame consente di evitare non necessari gravami normativi sulle imprese di paesi terzi nei quali già sussiste un sufficiente livello di tutela degli interessi presidiati dalla regolazione comunitaria. In tale chiave di lettura, l'equivalenza assurge indirettamente a fattore propulsivo del processo di globalizzazione, favorendo l'operare delle imprese in area comuni-

---

<sup>1</sup> Cfr. SCHAUB, *Divergence in Rules in the Global Context: A New Challenge for Regulators*, in *Symposium on Building the Financial System of the 21<sup>st</sup> Century: An Agenda for Europe and United States*, Harvard Law School Program on International Financial Systems Symposium Report, 2003, citato da SCOTT, *An Overview of International Finance: Law and Regulation*, December 2005, rinvenibile in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), p. 30.

<sup>2</sup> Vedi, ad esempio, MINERVINI, *Il diritto del mercato finanziario alla fine degli anni '80*, in *Giur.comm.*, 1989, I, p. 6.

taria<sup>3</sup>. Essa si qualifica, altresì, come peculiare forma di attuazione, nelle situazioni richiamate, del generale principio di *proporzionalità*<sup>4</sup> nella definizione del contenuto delle discipline applicabili<sup>5</sup>.

2. In dottrina si registra un progressivo interesse verso il ricorso a tali tecniche di regolazione dei rapporti interregionali; le indagini hanno riguardato distinti profili<sup>6</sup>.

---

<sup>3</sup> Sul rapporto tra globalizzazione e regolamentazione, vedi, in prospettiva generale, BERTI, *Il mercato oltre l'ideologia*, Milano, 2006, p. 182 ss.

<sup>4</sup> Inteso come criterio di esercizio del potere da circoscrivere a quanto necessario per il raggiungimento del fine, con il minor sacrificio degli interessi dei destinatari.

<sup>5</sup> Sul principio comunitario di proporzionalità nell'esercizio delle competenze dell'Unione, vedi, tra gli altri, STANCANELLI, *Le competenze dell'Unione europea*, in AA.VV., *L'unione Europea*, a cura di Colucci e Sica, Bologna, 2005, p. 21; DELLA CANANEA, *Amministrazione europea*, nel *Dizionario di diritto pubblico*, diretto da CASSESE, Milano, 2006, I, p. 264.

<sup>6</sup> Nella letteratura domestica, TORCHIA, *Il governo delle differenze. Il principio di equivalenza nell'ordinamento europeo*, Bologna, 2006 esamina il principio di equivalenza, quale regola di "governo delle differenze" tra i vari ordinamenti comunitari – nel contesto di un'Europa "unita nella diversità" (vedi, CHITI-FRANCHINI, *L'integrazione amministrativa europea*, Bologna, 2003, *passim*; DE BURCA, *Differentiation within the "core"? The case of the internal market*, in AA.VV., *Constitutional Change in the EU. From Uniformity to Flexibility ?*, a cura di de Burca e Scott, Oxford Hart Publishing, 2000, p. 133 ss.; DASHWOOD, *The relationship between the member States and the European Union/European Commission*, in *Common Market Law Review*, 2004, p. 355) – piuttosto che quale strumento di interazione-integrazione tra ordinamento comunitario e ordinamenti dei paesi terzi. In questo ambito di riferimento, l'A. identifica tre distinte configurazioni del principio in parola: la cd. *equivalenza predeterminata*, nell'ambito della quale è direttamente la norma comunitaria a stabilire l'equivalenza tra realtà prima diverse e sostituirle con una nuova regola unica (caso tipico viene identificato quello dell'introduzione della moneta unica, come pure quello della disciplina della concorrenza); la cd. *equivalenza presunta*, ove tale equivalenza, è, per l'appunto, presunta da norma costituzionale e poi specificata da norma secondaria, laddove tale specificazione può avere ora una caratterizzazione positiva e basarsi su di una armonizzazione minima (e dove "le discipline nazionali vengono considerate – presunte – equivalenti ai fini della compatibilità con il diritto europeo, risultando così neutralizzate, sul piano degli effetti giuridici, le eventuali disparità": cfr. p. 165), ora una caratterizzazione negativa e basarsi su norme di garanzia o libertà (e vedi, ad esempio, la materia della libertà di circolazione nel mercato interno); infine, la cd. *equivalenza prefigurata*, caratterizzata dal

Alcuni autori hanno individuato nel ricorso alle clausole di equivalenza una modalità di attuazione degli auspici, contenuti nel Financial Services Action Plan 2005-2010, di assegnare all'Unione un ruolo di preminenza nella definizione di *legal standards* globali<sup>7</sup>. Attraverso l'attivazione dei meccanismi di verifica della sussistenza di un'*equivalenza di regime* le clausole in parola contribuirebbero, in concreto, a realizzare una sorta di *silente conquista* della disciplina europea nei confronti delle normative dei paesi terzi<sup>8</sup>. Questi ultimi, infatti, vedrebbero accrescere gli incentivi ad adottare discipline interne capaci di superare il predetto *test* di equivalenza, in modo da consenti-

---

fatto che si pongono in essere meccanismi di coordinamento con l'obiettivo di avvicinare le condizioni dei diversi Stati, in modo da rendere possibile una convergenza di regole, politiche e risultati (si veda, ad esempio, la strategia europea per l'occupazione). Nell'ottica prescelta dall'A. tra armonizzazione ed equivalenza non sussisterebbe differenza di genere; la armonizzazione rappresenterebbe, in questa chiave, una delle possibili declinazioni e concretizzazioni del principio in questione (nella forma della cd. *equivalenza presunta*).

<sup>7</sup> Cfr. EC, *White Paper. Financial Services Policy 2005-2010*, COM(2005) 629 final, 5 december 2005, ove esplicitamente viene rappresentato come “[i]ncreasingly, standards and best practices are set and defined at global level, for example on accounting, auditing and banking capital requirements. Considering the size of the EU market, the Europe’s experience in pragmatically uniting the legitimate call for harmonised rules and the diverging needs of different market/cultures/players, the EU must have a leading role in standard setting at global level” (p. 14).

<sup>8</sup> Cfr., sul punto, GIRARD, *The impact of the EU Financial Services Action Plan on third countries. The silent conquest?*, in *Euredia*, 2007-2008/3, p. 349 ss., in partic. p. 359 ss. Rileva l’A. come “[t]he impact of EU financial services regulation on third countries would probably not have reached its current level if the EU had not decided to use the tools at its disposal in an assertive way in certain key areas via the equivalence assessment processes, notably in the fields of supervision of financial institutions or of accounting, ... A telling sign of this growing assertiveness can be seen in the way equivalence clauses have been designed and managed for the last six years. The EU has moved from a decentralised, non-binding approach to a community-based, binding approach, within clear deadlines, coupled with the objective of removing non-tariff barriers for EU firms” (p. 372).

re una riduzione degli oneri disciplinari a carico delle imprese nazionali interessate ad operare nell'ambito dell'Unione europea<sup>9</sup>.

In connessione con tale approccio di analisi, si è esaminato il rapporto esistente tra il riferito principio di equivalenza e quello di armonizzazione. Secondo un primo orientamento, tra *armonizzazione* ed *equivalenza* sussisterebbe una differenza di genere. Mentre, infatti, l'armonizzazione sarebbe volta a ridurre o contenere le differenze esistenti tra i vari ordinamenti, il ricorso al giudizio di equivalenza lascerebbe esistere tali differenze, atteso che il criterio in parola risulterebbe soddisfatto in presenza di un positivo giudizio circa la comunanza degli obiettivi perseguiti dalle disposizioni oggetto di valutazione<sup>10</sup>. Altra impostazione, invece, mette in evidenza come equivalenza ed armonizzazione non costituiscano principi diversi: al pari di quest'ultima, anche la prima sarebbe preordinata a determinare una tendenziale eguaglianza di norme, ed anzi solo attraverso l'armonizzazione potrebbe aversi equivalenza<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Cfr. DE MEESTER, *Testing European prudential conditions for banking mergers in the light of Most Favoured Nation in the Gats*, in 11, *Journal of International Economic Law*, September 2008, p. 610.

<sup>10</sup> Cfr. SCHAUB, *E.U.-U.S. Financial Markets Regulatory Dialogue*, *Testimony before the Committee on Financial Services*, U.S. House of Representatives, 13 maggio 2004 (vedine la trascrizione in <http://www.iasplus.com/resource/051304as.pdf>); WEI, *The Equivalence Approach to Securities Regulation*, in 27 *NW.J.INT'L L. & BUS.*, Winter 2007, p. 255, che, riferendosi a tale approccio, rileva come “before compelling service providers or businesses to comply with the full set of local rules ... regulators and supervisors should follow a ‘rule of reason’ approach. They should ask themselves whether the ways in which those companies are regulated in their home jurisdiction meet comparable or equivalent prudential and investor standards to those achieved by local rules. If there is indeed equivalence, it would not add to the quality of regulatory protection to insist on compliance with local rules; it would simply create an unnecessary hurdle to services being offered to those investors” e che “working on the basis of equivalence is not an admission of defeat: it is a healthy re-

In una diversa prospettiva, l'attenzione è stata incentrata sui fenomeni di integrazione interregionale in ambito finanziario, con specifico riferimento agli aspetti connessi all'assunzione del controllo di imprese bancarie comunitarie da parte di analoghe imprese aventi sede legale in paesi terzi. In tale ambito d'indagine, si è valutato se la verifica che la disciplina comunitaria chiede di effettuare in merito all'*equivalenza* del regime di supervisione del gruppo bancario (che verrebbe ad esistenza ad esito dell'acquisizione)<sup>12</sup> sia o meno conforme con il principio della nazione più favorita (MFN) di cui all'art. 2 del *General Agreement on Trade in Services* (GATS)<sup>13</sup>; principio in base al quale ciascun paese membro dell'accordo deve riconoscere ai servizi ed ai produttori di servizi di ogni altro paese membro un trattamento non meno favorevole di quello accordato ad analoghi servizi e fornitori di servizi di ogni altro paese<sup>14</sup>. L'analisi ha condotto a se-

---

cognition by both sides that there can be more than one way to achieve a common objective" (cfr. p. 259).

<sup>11</sup> Secondo questa impostazione, "[h]armonization and equivalence are more alike than distinct – like harmonization, equivalence should focus on making the rules more similar rather than acknowledging persistent differences. (...) Under this interpretation, equivalence cannot substitute for harmonisation, but instead, the harmonisation produces equivalence" (cfr. WEI, *The Equivalence Approach to Securities Regulation*, cit. p. 261); vedi, sul punto, anche, CAMPOS, *Convergence and Beyond*, Intervento al *U.S.-Europe Symposium: Program on International Financial System*, Armonk, NY, 15 novembre 2003 (trascrizione disponibile nel sito <http://www.sec.gov/news/speech/spch111503rcc.htm>).

<sup>12</sup> Cfr. l'art. 143 della direttiva n. 2006/48/CE, sul quale vedi *infra* nel testo.

<sup>13</sup> Cfr. DE MEESTER, *Testing European prudential conditions for banking mergers in the light of Most Favoured Nation in the Gats*, cit., p. 609 ss.

<sup>14</sup> Vedi, in prospettiva generale, RUBINI, *L'impatto del GATS sulla regolazione nazionale dei servizi di interesse generale*, in *Dir.comm.intern.*, 2007, p. 373 ss.; AA.VV., *Reforming the World Trading System – Legitimacy, Efficiency and Democratic Governance*, a cura di Petersmann e Harrison, Oxford University Press, 2005 ed, in particolare, il contributo settoriale di Claessens sui servizi finanziari. Nell'ambito del GATS, il principio del trattamento della Most-Favoured-Nation costituisce una



gnalare come l'esistenza nella disciplina del GATS riferita ai servizi finanziari del cd. Prudential Carve-Out e della facoltà di Recognition<sup>15</sup> non elimini in ogni caso l'opportunità di procedere ad una chiara individuazione dei criteri in base ai quali condurre la valutazione di equivalenza del regime disciplinare di un paese terzo<sup>16</sup>.

Ulteriori interventi, hanno preso in considerazione taluni ambiti della legislazione comunitaria nei quali trovano applicazione le clausole in parola, onde enuclearne modalità, forme di estrinsecazione ed effetti sull'integrazione o concorrenza regolamentare a livello interregionale. Specifico rilievo assumono, in questa chiave d'indagine, le verifiche che hanno riguardato le previsioni della specie contenute nella disciplina sui conglomerati finanziari ed in quella sulle informazioni finanziarie che gli emittenti devono rendere note<sup>17</sup>.

---

*general obligation* in capo ai paesi membri, alla quale tuttavia è consentito sottrarsi a certe condizioni (vedi art. 2, par. 2, GATS e l'Annex II Exemptions). Il GATS contempla, altresì, un apposito allegato concernente i servizi finanziari, in base al quale, per un verso, è in ogni caso consentito ai membri dell'accordo di prendere "measures for prudential reasons, including for the protection of investors, depositors, policy holders or person of whom a fiduciary duty is owed by a financial service supplier, or to ensure the integrity of the financial system" (il cd. Prudential Carve-Out), per altro si prevede che i membri dell'accordo possano "recognize prudential measures of any other country in determining how the Member's measures relating to financial services shall be applied. Such recognition, which may be achieved through harmonization or otherwise, may be based upon an agreement or arrangement with the country concerned or may be accorded autonomously" (la cd. Recognition). Su tali aspetti vedi SCOTT, *International Finance: Law and Regulation*, Second edition, London, Scott & Maxwell, 2008, p. 157 ss.

<sup>15</sup> Vedi nota precedente.

<sup>16</sup> Cfr., ancora, DE MEESTER, *Testing European prudential conditions for banking mergers in the light of Most Favoured Nation in the Gats*, cit., p. 646 s.

<sup>17</sup> Vedi, ad esempio, VINALES, *The International Regulation of Financial Conglomeration: A Case-Study of Equivalence as an Approach to Financial Integration*, in 37 *Cal. W. Int'l L.J.*, 2006, p. 1; WEI, *The Equivalence Approach to Securities Regulation*, cit., p. 255. Si consenta, altresì, il rinvio a TROIANO, *I conglomerati finanziari. Le forme di vigilanza*, Padova, 2009, p. 152 ss.

3. L'analisi delle forme di ricorso alle clausole di equivalenza nella disciplina comunitaria consente di verificare come sul piano delle concretezze si definiscano, nel settore finanziario, i raccordi operativi e normativi tra i paesi membri dell'Unione e le imprese di paesi terzi o collegate a questi ultimi secondo legami giudicati rilevanti. L'individuazione dei meccanismi di funzionamento delle clausole in parola, nel dare evidenza delle differenti modalità previste, permette di apprezzare le conseguenze dei singoli approcci, specie in punto di omogeneità applicativa del principio nelle diverse situazioni. L'indicazione conclusiva di tale profilo d'indagine, come si vedrà, è nel senso che laddove la definizione dei criteri a base della valutazione di equivalenza è rimessa ai singoli Stati membri possono determinarsi disarmoniche attuazioni del meccanismo medesimo a livello comunitario, con alterazioni della disciplina applicabile, nei singoli paesi dell'Unione, ad operatori di paesi terzi o a questi collegati.

Volendo fornire un primo, incompleto, elenco di situazioni nelle quali sono adoperate clausole di equivalenza vengono in rilievo i casi contemplati in materia di: (i) vigilanza supplementare a livello conglomerale; (ii) vigilanza consolidata sugli enti creditizi; (iii) obblighi di trasparenza degli emittenti; (iv) regole per l'aggregazione delle partecipazioni da parte dei gestori individuali e collettivi; (v) investimenti degli *OICVM*; (vi) accordi di cooperazione tra Stati per lo scambio di informazioni.

Quanto al primo caso, la direttiva n. 2002/87/CE prevede che, qualora imprese regolamentate<sup>18</sup> con sede principale nella Comunità facciano parte di un conglomerato finanziario con sede principale al di fuori della Comunità, l'autorità del paese membro che svolgerebbe il ruolo di coordinatore ove il conglomerato avesse sede nella Comunità verifica se dette imprese siano *sottoposte a vigilanza*, da parte di un'autorità di un paese terzo, *equivalente* a quella prevista dalle disposizioni della direttiva medesima<sup>19</sup>. Nello svolgere tale analisi l'autorità deve consultare il Comitato per i conglomerati finanziari e tener conto, in ogni caso, delle indicazioni eventualmente fornite da quest'ultimo<sup>20</sup>. Costituisce un elemento di grande importanza nella

---

<sup>18</sup> Per tali intendendosi enti creditizi, imprese di assicurazione e imprese di investimento.

<sup>19</sup> L'imposizione di regole prudenziali in capo alle imprese regolamentate appartenenti a conglomerati finanziari può conseguire appieno i propri effetti solo se tutti i soggetti ricadenti in situazioni comparabili vi sono sottoposti. Le imprese che fanno parte di conglomerati aventi sede principale fuori dalla Comunità pongono profili di attenzione (sul versante prudenziale) non diversi da quelli delle imprese regolamentate facenti parte di conglomerati finanziari "comunitari" (cfr. considerando n. 13 della direttiva). In considerazione di ciò, dunque, tali imprese devono essere assoggettate a normative analoghe e raffrontabili a quelle cui sono soggetti i conglomerati regolati dalla direttiva. In caso contrario, per un verso, si realizzerebbe un *vulnus* rispetto agli esiti che si attendono dall'introduzione della richiamata disciplina (che risulterebbe in fatto inefficace), per altro, si determinerebbe un'obiettiva disparità di trattamento tra imprese regolamentate facenti parte di conglomerati finanziari, soggette a regimi diversi in base al solo elemento della localizzazione del raggruppamento di riferimento.

<sup>20</sup> Il Comitato per i conglomerati finanziari, previsto dall'art. 21 della direttiva n. 2002/87/CE, ha adottato linee generali di indirizzo alle autorità di vigilanza dell'Unione in relazione ai termini entro i quali è possibile valutare l'equivalenza del regime applicabile alle imprese in Svizzera e negli U.S.A.: cfr. BANKING ADVISORY COMMITTEE - MINANCIAL CONGLOMERATE COMMITTEE, *General guidance from the European Financial Conglomerates Committee to EU supervisors: the extent to which the supervisory regime in Switzerland is likely to meet the objectives of supplementary supervision in Directive 2002/87/EC – General guidance from the Banking Advisory Committee to EU supervisors: the extent to which the supervisory regime in Switzerland is likely to meet the objectives of consolidated supervision in Chapter 3 of Directive 2000/12/EC*, Final 06.07.2004, e BANKING

valutazione di equivalenza “la trasparenza delle norme e lo scambio di informazioni con le autorità del paese terzo su tutti gli elementi pertinenti”<sup>21</sup>. L’esito negativo della valutazione di cui sopra comporta l’applicazione *per analogia* alle richiamate imprese regolamentate delle disposizioni in materia di vigilanza supplementare di cui alla direttiva in parola.

In materia di *vigilanza sugli enti creditizi*, la direttiva n. 2006/48/CE indica che qualora un ente della specie avente sede in un paese della Comunità, la cui impresa madre sia un ente creditizio o una società di partecipazione finanziaria con sede principale in un paese terzo, non sia soggetto a vigilanza su base consolidata a livello comunitario, le autorità competenti verificano se esso sia soggetto ad una *vigilanza su base consolidata* da parte di un’autorità del paese terzo *equivalente* a quella regolata dai principi fissati dalla direttiva stessa<sup>22</sup>. La Commissione può chiedere al Comitato bancario europeo di fornire indicazioni generali per stabilire se i regimi di vigilanza su ba-

---

ADVISORY COMMITTEE - MINANCIAL CONGLOMERATE COMMITTEE, *General guidance from the European Financial Conglomerates Committee to EU supervisors: the extent to which the supervisory regime in the United States of America is likely to meet the objectives of supplementary supervision in Directive 2002/87/EC – General guidance from the Banking Advisory Committee to EU supervisors: the extent to which the supervisory regime in the United States of America is likely to meet the objectives of consolidated supervision in Chapter 3 of Directive 2000/12/EC*, Final 06.07.2004; ed ora, anche, *IWCFC and CEBS advice to the EU Commission on whether the supervisory arrangements of relevant US supervisors are likely to achieve the objectives of consolidated and supplementary supervision as set out in Directive 2002/87/EC, 2006/48/EC and 2002/49/EC*, February 2008, reperibili sul sito [www.europa.eu](http://www.europa.eu).

<sup>21</sup> Cfr., ancora, il considerando n. 13 della direttiva 2002/87/CE.

<sup>22</sup> La verifica è effettuata dall’autorità competente cui spetterebbe l’esercizio della vigilanza su base consolidata sull’ente creditizio comunitario, su richiesta dell’impresa madre o di qualsiasi impresa regolamentata autorizzata nella Comunità o di sua iniziativa.

se consolidata delle autorità competenti dei paesi terzi siano in grado di raggiungere gli obiettivi della vigilanza su base consolidata definiti nella direttiva<sup>23</sup>. L'autorità competente che effettua la verifica prima di prendere una decisione definitiva deve consultare il Comitato e tener conto, in ogni caso, delle indicazioni eventualmente espresse da questo. In mancanza di una vigilanza equivalente, gli Stati membri applicano *per analogia* le disposizioni della direttiva ovvero autorizzano le autorità competenti a far ricorso ad altre tecniche di vigilanza idonee a conseguire gli obiettivi di vigilanza su base consolidata sugli enti creditizi<sup>24</sup> (cfr. art. 143).

Rilevanti le previsioni in tema di *obblighi di trasparenza degli emittenti* valori ammessi alle negoziazioni su mercati regolamentati comunitari. Al riguardo, la direttiva n. 2004/109/CE (la cd. *transparency directive*) precisa che l'autorità competente dello Stato membro d'origine possa esentare l'emittente con sede legale in un paese terzo dall'osservanza di taluni obblighi di trasparenza, purché la legislazione di tale paese terzo *stabilisca obblighi equivalenti* o tale emittente ottemperi alla legislazione del paese terzo che l'autorità competente dello Stato membro d'origine ritiene *equivalente* (cfr. art. 23, par. 1). Allo scopo di garantire l'uniforme applicazione di tali principi, la Commissione ha adottato specifiche misure di esecuzione con le quali si istituisce un meccanismo che consente di stabilire l'equivalenza tra le informazioni richieste dalla direttiva e quelle richieste dalle disposi-

---

<sup>23</sup> Vedi, *supra*, nt. 19, per le linee guida adottate dal Comitato consultivo bancario.

<sup>24</sup> Tali tecniche potendo consistere nella richiesta di creare una società di partecipazione finanziaria con sede principale nella Comunità ed applicare le disposizioni della vigilanza su base consolidata alla posizione consolidata di tale società di partecipazione finanziaria.

zioni di un paese terzo e si certifica che il paese terzo in cui l' emittente ha sede impone obblighi di informazione equivalenti a quelli previsti dalla direttiva<sup>25</sup>.

La menzionata direttiva n. 2004/109/CE prevede, inoltre, che un'impresa con sede legale in un paese terzo per la quale sarebbe stata necessaria un'autorizzazione per la gestione di portafogli ovvero per la gestione collettiva, se avesse avuto sede legale o amministrazione centrale nella Comunità, possa essere esentata dall'aggregare le proprie partecipazioni con quelle dell'impresa madre (secondo quanto previsto dall'art. 12, par. 4 e 5, della direttiva) purché soddisfi *condizioni di indipendenza equivalenti* in quanto società di gestione o impresa di investimento (cfr. art. 23, par. 6, della direttiva). Anche in questo caso, onde garantire un'uniforme applicazione dei principi in parola, la Commissione ha adottato misure di esecuzione volte a certificare quando, in virtù delle disposizioni legislative, amministrative o regolamentati, un paese terzo impone obblighi di indipendenza equivalenti a quelli previsti dalla direttiva<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> Rilevano, in questo senso, le previsioni contenute nella direttiva n. 2007/14/CE (cfr. artt. da 13 a 23). In particolare, il considerando n. 18 di tale strumento indica come debba essere possibile dichiarare l'equivalenza quando le regole generali di informazione di paesi terzi consentono agli utenti una valutazione comprensibile ed ampiamente equivalente della situazione degli emittenti, che permetta loro di prendere decisioni analoghe come se fossero loro fornite informazioni conformemente ai requisiti della direttiva n. 2004/109/CE, anche se i requisiti non sono identici. Precisa, altresì, che l'equivalenza deve essere limitata alla sostanza delle informazioni rilevanti.

<sup>26</sup> E vedi, infatti, le previsioni di cui all'art. 23 della direttiva n. 2007/14/CE, secondo cui il requisito dell'indipendenza è soddisfatto laddove, in base alle leggi del paese terzo, la società di gestione o l'impresa di investimento: a) deve avere in tutte le situazioni la facoltà di esercitare, indipendentemente dalla sua impresa madre, i diritti di voto connessi alle attività che essa gestisce; b) non deve tener conto degli interessi dell'impresa madre o di qualsiasi altra impresa controllata dall'impresa madre ogniquale volta insorgono conflitti di interesse.

Nella *disciplina sugli OICVM* valgono le indicazioni della direttiva n. 85/611/CEE, la quale prevede che gli investimenti di un fondo comune di investimento o di una società di investimento possano essere effettuati in quote di altri organismi di investimento, a prescindere dal fatto che siano situati o meno in uno Stato membro, purché tali organismi siano soggetti ad una vigilanza che le autorità competenti per gli OICVM considerano *equivalente* a quella stabilita dalla legislazione comunitaria e che la cooperazione tra le autorità sia sufficientemente garantita (art. 19, par. 1, lett. e)<sup>27</sup>.

Da ultimo, vanno ricordate le previsioni contenute in diverse direttive in base alle quali possono essere previsti accordi di cooperazione tra Stati membri e paesi terzi circa lo scambio di informazioni, a condizione che questi ultimi assicurino regole in punto di segreto d'ufficio *almeno equivalenti* a quelle contemplate nelle direttive di riferimento (cfr., ad es., la direttiva n. 85/611/CEE, art. 40 e la direttiva n. 2006/48/CE, art. 46).

4. – L'indicazione di alcune delle fattispecie nelle quali trovano applicazione clausole di equivalenza consente il tentativo di identificare i caratteri distintivi delle stesse, nonché di descrivere le modalità tecniche a base della verifica che esse prevedono venga svolta. Va da

---

<sup>27</sup> La direttiva n. 85/611/CEE è stata abrogata, a far data dal 1° luglio 2011, dalla direttiva di riforma n. 2009/65/CE (cfr. art. 117), il cui art. 50, par. 1, lett. e, contiene previsioni identiche a quelle richiamate nel testo. Lo stesso art. 50 prevede, altresì, la possibilità che gli OICVM possano investire in depositi presso enti creditizi che siano rimborsabili su richiesta o possano essere ritirati e abbiano una scadenza non superiore a dodici mesi, a condizione che l'ente creditizio abbia la sede legale in uno Stato membro o, qualora la sede legale sia situata in un paese terzo, che sia soggetto a norme prudenziali considerate, dalle autorità competenti dello Stato membro di origine dell'OICVM, *equivalenti* a quelle stabilite dalla legislazione comunitaria.

sé che le differenze registrabili nella struttura dei diversi meccanismi disciplinari in osservazione risentono dei distinti ambiti regolamentari nei quali ciascuna previsione è stata formulata, oltre che del momento storico nel quale ciascuna di esse ha visto la luce.

A) In primo luogo, quanto alle *finalità* sottese alle clausole in parola, queste appaiono orientate verso differenti obiettivi. La destinazione prevalente delle disposizioni di cui trattasi è quella di costituire il fondamento per *esonerare dall'applicazione* di (alcune disposizioni di) un determinato strumento comunitario una fattispecie che altrimenti vi sarebbe soggetta (vedi, ad esempio, il caso concernente la *transparency directive* in relazione agli obblighi informativi degli emittenti di paesi terzi) o, all'opposto, *rendere applicabile* a fattispecie che non sarebbero contemplate dalla normativa (comunitaria) il regime in essa previsto (rilevante, sul punto, la disciplina sui conglomerati o sulla vigilanza consolidata in campo creditizio). In questa configurazione, le clausole di equivalenza si prestano ad essere riconosciute quale meccanismo, tra i diversi contemplabili, per l'individuazione della legge applicabile a fenomeni *cross-border*<sup>28</sup>. Affianco a tali finalizzazioni, le clausole in parola possono essere adoperate anche per consentire, ovvero rendere possibili, comportamenti o pratiche operative, assolvendo, dunque, ad una funzione *abilitativa* o *permissiva* (è il caso concernente le possibilità di investimento degli OICVM, ovvero la conclusione di accordi tra Stati membri e paesi terzi in materia di scambio di informazioni).

---

<sup>28</sup> Vedi in questa prospettiva, SCOTT, *An Overview of International Finance: Law and Regulation*, cit., p. 15, con specifico riferimento alla *securities regulation*.



B) Quanto al *rapporto* tra i soggetti preposti ad effettuare la verifica di equivalenza e le autorità del paese terzo interessato, deve in primo luogo rilevarsi che la valutazione in parola non è subordinata ad una condizione di *reciprocità*<sup>29</sup>. In altri termini, in nessuna delle ipotesi considerate la verifica di equivalenza condotta dal paese comunitario nei confronti del paese terzo presuppone o richiede una reciproca valutazione da parte di quest'ultimo. Tale elemento va riconosciuto, anche in una prospettiva teorica, come volto a distinguere il principio di equivalenza rispetto a quello di *mutual recognition*<sup>30</sup>.

Ciò detto in via generale, le clausole di equivalenza possono distinguersi in funzione del fatto che, ai fini della positiva valutazione, sussistano forme di *collaborazione* e *scambio di informazioni* tra le autorità dei paesi interessati (si veda, ad esempio, quanto previsto in relazione agli investimenti in OICVM di paesi terzi, ovvero in materia di conglomerati finanziari). Collaborazione e scambio di informazioni che non devono preesistere, ma possono essere realizzate anche in vi-

---

<sup>29</sup> Vedi, ampiamente, sul principio di reciprocità e sulla sua applicazione in campo finanziario, in specie bancario, CAPRIGLIONE, *Relazioni con le imprese bancarie di paesi terzi*, in AA.VV., *Diritto bancario comunitario*, a cura di Alpa e Capriglione, Torino, 2002, p. 177 ss.; VELLA, *Commento sub r.d. 4 settembre 1919, n. 1620*, in AA.VV., *Codice commentato della banca*, a cura di Capriglione e Mezzacapo, Milano, 1990, II, p. 1216.

<sup>30</sup> Vedi, sul punto, ancora SCOTT, *An Overview on International Finance: Law and Regulation*, cit., p. 30, per il quale “[u]nlike mutual recognition, the [equivalence] approach does not require mutuality – Country A might recognize B’s rules as equivalent even though B does not do the same for A”. Lo stesso A. indica l’esistenza di quattro possibili variazioni nell’applicazione delle disposizioni del paese di origine nell’ambito della legislazione internazionale in ambito finanziario: “always apply home country rules (a practical null set); only apply home country rules of another country on a reciprocal basis (mutual recognition); apply home country rules where they are “equivalent” to host country rules, and apply home country rules provided an issuer explains how its home country rules differ from those of the host country” (p. 26).

sta o in occasione dello svolgimento dell'indagine. In ogni caso, va da sé che l'instaurazione di rapporti di collaborazione con le autorità del paese terzo oggetto di verifica può favorire e rendere più agevole la conduzione dell'esercizio in parola, anche nei casi nei quali le disposizioni comunitarie rilevanti non richiedano la definizione di forme di raccordo operativo<sup>31</sup>.

C) Le clausole di equivalenza non dettano generalmente previsioni concernenti modalità, tempi e regole di conduzione della valutazione, elementi tutti che restano dunque non determinati sul versante procedurale. L'attivazione del processo valutativo è promosso *d'ufficio*, da parte dell'autorità del paese membro interessato; per converso, in taluni casi è previsto un atto di impulso da parte dell'impresa interessata (come, ad esempio, in materia di conglomerati finanziari e di vigilanza consolidata settoriale). Ciò non esclude, ovviamente, la possibilità di una richiesta da parte di imprese interessate, anche ove non previsto, nel qual caso sorge per lo meno un onere di attivazione per l'autorità destinataria. In taluni casi l'esercizio di valutazione può muovere da una sollecitazione da parte di autorità o paesi terzi<sup>32</sup>.

D) L'*ambito di verifica* della condizione di equivalenza può risultare variamente atteggiato. Esso può riguardare un intero regime disciplinare (si consideri, ad esempio, quanto previsto per i conglome-

---

<sup>31</sup> Esplicitamente, sul punto, il considerando n. 14 della direttiva n. 2002/87/CE, indica che "si può presumere che vi sia un regime di vigilanza equivalente ed adeguato solo se le autorità di vigilanza del paese terzo hanno convenuto di cooperare con le autorità competenti interessate riguardo alle modalità di esercizio e agli obiettivi della vigilanza supplementare sulle imprese regolamentate appartenenti ad un conglomerato finanziario".

<sup>32</sup> È quanto, ad esempio, previsto dal Regolamento CE n. 1569/2007 in materia di principi contabili applicabili da parte delle imprese situate in paesi terzi (cfr., art. 3).

rati finanziari o per la vigilanza consolidata settoriale), ovvero singoli aspetti della regolamentazione interessata (valga, al riguardo, il riferimento alla verifica sull'indipendenza del gestore nel contesto della *transparency directive*).

E) Generalmente le clausole in parola non contemplano esplicite indicazioni circa il contenuto della verifica di *equivalenza* e cioè a quali condizioni questa possa ritenersi positivamente completata<sup>33</sup>. Il parametro dell'equivalenza può essere ricondotto alla categoria delle *clausole generali*<sup>34</sup>, come tale implicante un intervento di tipo valutativo dell'interprete, nello specifico, dell'autorità chiamata ad effettuare la verifica. Quest'ultima, si estrinseca, sul piano delle concretezze, in un giudizio, a forte caratterizzazione tecnica, volto al riscontro di una comparazione (in termini di rispondenza a criteri generali) tra determinati assetti disciplinari. L'autorità valutante non può che muovere dalle finalità e dagli strumenti della propria disciplina<sup>35</sup> per enucleare i riferimenti in base ai quali orientare l'esame della norma-

---

<sup>33</sup> Per vero, l'art. 2 del Regolamento CE n. 1569/2007 detta una definizione di equivalenza rilevante ai fini dello strumento comunitario in questione prevedendo che i Generally Accepted Accounting Principles (GAAP) di un paese terzo possono essere considerati equivalenti agli IFRS adottati conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 se i bilanci redatti conformemente a tali principi consentono agli investitori di valutare la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente in modo analogo ai bilanci redatti conformemente agli IFRS, con il risultato che è probabile che gli investitori prendano le stesse decisioni in materia di acquisizione, mantenimento o cessione di titoli di un emittente.

<sup>34</sup> Sulla nozione di clausole generali – intese quali forme di allentamento del legame che vincola l'interprete alla legge, ampliandone il margine di valutazione (cfr. ENGLISH, *Introduzione al pensiero giuridico*, Milano, 1970, p. 170 ss.) – vedi, tra gli altri, GUARNERI, *Clausole generali*, in *Digesto Disc. Priv., Sez. Civ.*, Torino, 1988, II, p. 403.

<sup>35</sup> E cioè dalla disciplina rispetto alla quale dovrà valutarsi se la normativa del paese terzo è, per l'appunto, equivalente.

tiva del paese terzo. L'equivalenza non corrisponde ad *uguaglianza* o *identità* di regime, ma esprime piuttosto una valutazione di *idoneità* di un determinato ambito regolamentare (considerato nel suo complesso) a soddisfare gli obiettivi che l'autorità valutante è chiamata a perseguire nel proprio ordinamento. È evidente come tale valutazione presenti inevitabili margini di approssimazione, laddove implica di comparare (in termini di risultati conseguibili) regimi che possono essere diversi come impianto e strumentazione e che sono applicati a sistemi e strutture finanziarie non omogenei.

5. L'analisi delle clausole di equivalenza si completa con la considerazione dell'allocazione della competenza (i) ad adottare i provvedimenti che conseguono alla valutazione di equivalenza; (ii) a svolgere la valutazione; (iii) a fissare i criteri sui quali quest'ultima è fondata.

Quanto al profilo *sub* (i), ordinariamente le clausole prevedono che siano le autorità dei paesi membri ad adottare le misure conseguenti alla valutazione in parola. Esemplicativamente, a seguito di una verifica di equivalenza, compete all'autorità dello *Stato membro rilevante* la possibilità di esonerare l'emittente (con sede legale in un paese terzo) da taluni obblighi informativi. Deve, peraltro, segnalarsi che, in talune ipotesi, l'autorità è *facoltizzata* ad adottare specifiche misure (si consideri, ancora, il regime previsto dalla *transparency directive*), laddove, in altri casi, la medesima è *tenuta* ad assumere de-

terminate iniziative (è quanto si rinviene in materia di vigilanza consolidata settoriale)<sup>36</sup>.

La conduzione della valutazione di equivalenza, così come la fissazione dei criteri cui quest'ultima è riferibile sono variamente atteggiate. Le differenti configurazioni rispondono a logiche collegate ora al momento nel quale le misure rilevanti sono state introdotte, ora alle specifiche esigenze della materia nella quale si è andato ad incidere.

Una prima tipologia di casi prende in considerazione meccanismi nei quali tanto lo svolgimento della valutazione, che l'identificazione dei criteri su cui basarla sono *affidate* ai singoli paesi membri. È questa la situazione, per esempio, riscontrabile in buona sostanza in materia di OICVM, in tema di identificazione degli organismi di paesi terzi nei quali è possibile investire (cfr. direttiva n. 85/611/CEE, art. 19, par. 1, lett. e).

Va da sé che un'impostazione del genere non offre garanzie in ordine ad un'uniforme valutazione dell'equivalenza da parte dei paesi membri nei confronti di un medesimo paese terzo<sup>37</sup>. Di certo ha influito sulla definizione di tale assetto il fatto di aver visto la luce in un momento nel quale era ancora limitato il ricorso al processo comitologico, donde la conservazione di rilevanti prerogative in ambito domestico. Va, peraltro, sottolineato che tale impostazione è rimasta ferma

---

<sup>36</sup> Laddove, in mancanza di equivalenza, gli Stati membri *applicano* per analogia all'ente creditizio comunitario la cui impresa madre ha sede legale in un paese terzo le disposizioni della direttiva (cfr. art. 143, par. 3, direttiva n. 2006/48/CE).

<sup>37</sup> Sottolinea questo aspetto, GIRARD, *The impact of the EU Financial Services Action Plan on third countries. The silent conquest?*, cit., p. 361.

nel tempo (per quanto la direttiva sia stata più volte modificata) e risulti ribadita nella più recente disciplina di rifusione<sup>38</sup>.

Una diversa impostazione è registrabile in quelle ipotesi nelle quali – ferma restando l’assegnazione alle singole autorità nazionali dell’individuazione dei criteri e della conduzione della valutazione – sono, tuttavia, previsti *meccanismi di raccordo* con interventi di tipo comunitario. È quanto è dato rinvenire, ad esempio, in materia di vigilanza consolidata settoriale e di conglomerati finanziari. In relazione a tale ultima disciplina, ad esempio, è previsto che il Comitato per i conglomerati finanziari possa “fornire indicazioni generali per stabilire se i regimi di vigilanza supplementare delle autorità competenti di paesi terzi siano in grado di raggiungere gli obiettivi della vigilanza supplementare” di cui alla direttiva medesima<sup>39</sup>. Le autorità dei paesi membri, prima di procedere alla verifica, devono consultare il Comitato e *tener conto* delle eventuali indicazioni da esso fornite. In questa prospettiva, dunque, a fronte di indicazioni di *totale equivalenza*, la valutazione rimessa all’autorità domestica parrebbe dover essere *conforme*<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Cfr., *supra*, nt. 27; per i profili di ulteriore evoluzione della normativa di rifusione, vedi *infra*, nt. 46. Va considerato, per vero, che le *CESR’s guidelines concerning eligible assets for investment by UCITS*, del marzo 2007, nella prospettiva di favorire una convergenza delle pratiche di vigilanza, forniscono talune indicazioni circa aspetti che possono essere considerati dalle autorità competenti per condurre le valutazioni di equivalenza (vedi punto 26 del CESR/07-044).

<sup>39</sup> Così l’art. 21 della direttiva n. 2002/87/CE. La disposizione ora menzionata prevede, altresì, che il Comitato riesamini regolarmente tali indicazioni e tenga conto di qualsiasi modifica della vigilanza supplementare effettuata dalle autorità competenti in questione. Analoga è la disciplina contenuta nella direttiva n. 2006/48/CE con riguardo al Comitato bancario europeo (e vedi, infatti, l’art. 143, par. 2).

<sup>40</sup> In altri termini, la logica sottostante all’affidamento al Comitato proprio del compito di ridurre le divergenze applicative della direttiva nelle varie giurisdizioni, dovrebbe tradursi in una limitazione

È, peraltro, vero che, almeno sino ad ora, le posizioni espresse dal Comitato si sono generalmente limitate ad indicazioni di massima, volte ad evidenziare le linee guida per le analisi rimesse alle autorità nazionali (le quali risultano, in buona sostanza, titolari di ampi ambiti di autonoma valutazione).

Si distingue dalle impostazioni precedenti il modello che fonda la definizione dei criteri su meccanismi di tipo centralizzato a livello comunitario. È il caso questo rinvenibile, ad esempio, nella *transparency directive*<sup>41</sup>. Qui la direttiva di secondo livello identifica i criteri in base ai quali gli Stati membri valuteranno la sussistenza o meno di una condizione di equivalenza; ciò con la conseguenza di poter esonerare dall'applicazione di alcune disposizioni della direttiva le imprese riconosciute soggette a regime equivalente. In talune ipotesi viene dislocata a livello comunitario la stessa decisione circa la ricorrenza o meno dell'equivalenza della disciplina del paese terzo.

Viene in rilievo, sotto questo profilo, il già menzionato Regolamento CE n. 1569/2007<sup>42</sup>. Tale strumento prevede, infatti, che la

---

della possibilità per le autorità domestiche di discostarsi dalla valutazione di questo, salvo il ricorrere di casi del tutto eccezionali e soggetti ad un onere aggravato di motivazione. Va segnalato che, secondo il Mixed Technical Group, la valutazione di equivalenza deve essere condotta “on a case by case basis for each group” (cfr. Mixed Technical Group on the supervision of financial conglomerates, *Implementation and interpretation of Directive 2002/87/EC – The Financial Conglomerates Directive. Issues Schedule ec.europa.eu, Item n. 46*). Critica tale impostazione VINALES, *The International Regulation of Financial Conglomerates: A Case Study of Equivalence as an Approach to Financial Integration*, cit., p. 48.

<sup>41</sup> Regole analoghe sono contenute anche nella disciplina sul prospetto di cui alla direttiva n. 2003/71/CE.

<sup>42</sup> Il regolamento stabilisce, in particolare, le condizioni alle quali i GAAP di un paese terzo possono essere considerati equivalenti agli International Financial Reporting Standards (IFRS) e introduce un meccanismo per determinare tale equivalenza.

decisione in merito alla determinazione dell'equivalenza dei GAAP di un paese terzo sia effettuata dalla Commissione<sup>43</sup>, la quale si avvale del parere del CESR<sup>44</sup>.

6. Le clausole di equivalenza trovano ampio riscontro nella regolazione finanziaria comunitaria. Nelle loro diverse configurazioni, identificano un duttile strumento a disposizione dei paesi membri dell'Unione per la disciplina di situazioni che coinvolgano paesi terzi.

Generalmente destinate a regolare l'applicazione delle disposizioni dell'*home* o dell'*host country* in fenomeni *cross-border*, le clausole possono assolvere anche finalità di diverso segno. Rappresentano, inoltre, una forma di indiretta leva verso una progressiva armonizzazione delle normative settoriali in ambito interregionale, valorizzando la propensione dell'Unione a porsi in posizione di preminenza nella costruzione di *legal standard* a livello globale.

I meccanismi di funzionamento delle clausole di equivalenza basati esclusivamente su competenze radicate nei singoli Stati membri

---

<sup>43</sup> Si veda, ora, la decisione della Commissione n. 2008/961/CE, del 12 dicembre 2008, con la quale sono stati giudicati equivalenti all'uso degli IFRS i GAAP del Giappone e degli USA.

<sup>44</sup> Si veda, ad esempio, il *CESR's supplementary report to the European Commission on the programmes of Canada, India and South Korea to converge with or adopt IFRS, on the level of application of Chinese accounting standards by Chinese issuers and on the use of third county GAAP on EU markets*, June 2009, doc. CESR/09-472.

La valutazione di equivalenza dei principi contabili adoperati in paesi terzi mostra, altresì, la potenzialità di accrescere processi di convergenza tra i principi medesimi. Equivalenza e convergenza restano aspetti distinti e separati; tuttavia, attraverso il meccanismo in base al quale è possibile subordinare un giudizio di temporanea equivalenza dei principi di un determinato paese terzo all'assunzione, da parte di quest'ultimo, di impegni per la convergenza (cfr., regolamento n. 1569/2007, art. 4), si determina un rilevante incentivo all'avvicinamento regolamentare. Sul punto, vedi anche GIRARD, *op.cit.*, p. 367 s.



riducono, peraltro, la rilevanza che in termini generali potrebbe essere ascritta a tali strumentazioni. L'incentivo all'armonizzazione delle regole in capo ai paesi terzi viene grandemente sminuito, laddove sussista una potenziale variabilità delle valutazioni di equivalenza (per il fatto di essere condotte a livello decentrato da parte delle autorità di singoli paesi membri). Sotto altro profilo, l'attuazione di meccanismi operativi della specie può fornire l'occasione per creare segmentazioni disciplinari nell'ambito dell'Unione, favorendo comportamenti opportunistici da parte delle imprese dei paesi terzi e determinando alterazioni del corretto gioco competitivo nel mercato.

Le rilevanti aspettative riposte nel funzionamento delle clausole di equivalenza (in vista della definizione di *standard* normativi comuni) non può che passare per la valorizzazione di meccanismi che rendano possibile la loro applicazione centralizzata; e ciò sicuramente con riferimento all'identificazione dei criteri in base ai quali effettuare la verifica, ma auspicabilmente anche con riguardo alla stessa valutazione dell'equivalenza.

Solo in parte si collocano in tale prospettiva le attuali proposte di regolamenti comunitari istitutivi di autorità di vigilanza europee in campo bancario, assicurativo e degli strumenti finanziari e dei mercati. Per quanto qui rileva, è previsto, infatti, che tali organismi *forniscano assistenza* nell'elaborazione delle decisioni in materia di equivalenza dei regimi di vigilanza dei paesi terzi<sup>45</sup>. Al riguardo, non può non se-

---

<sup>45</sup> Cfr. le tre Proposte di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio istitutive dell'Autorità bancaria europea, dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali, e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, rispettivamente COM(2009) 501 def., COM(2009) 502 def. e COM(2009) 503 def., del 23 settembre 2009, art. 18.

gnalarsi che, se la finalità di tale investitura è quella di favorire la realizzazione di indirizzi uniformi nelle valutazioni di equivalenza, la modalità adottata (*i.e.*, l'assistenza alle autorità competenti sulla base delle singole disposizioni comunitarie) lascia sostanzialmente inalterato l'assetto formale dei processi di valutazione<sup>46</sup>, sicché sul piano delle concretezze è possibile che persistano divergenze di tipo applicativo.

*Vincenzo Troiano*

Associato di Diritto dell'economia  
nell'Università degli studi di Perugia

---

<sup>46</sup> E vedi, infatti, le disposizioni contenute nella Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, recante modifica delle direttive 98/26/CE, 2002/87/CE, 2003/6/CE, 2003/41/CE, 2003/71/CE, 2004/39/CE, 2004/109/CE, 2005/60/CE, 2006/48/CE, 2006/49/CE e 2009/65/CE per quanto riguarda i poteri dell'Autorità bancaria europea, dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, COM(2009) 576 definitivo, del 26 ottobre 2009, ed in particolare l'art. 2, punti (2) e (6) in tema di conglomerati finanziari; l'art. 9, punto (28) in materia di vigilanza consolidata creditizia; l'art. 11, punto (8) in materia di investimenti degli OICVM.

# VARIETÀ

## RIFLESSIONI PER UN'INDAGINE SULLE AGENZIE DI RATING

SOMMARIO: 1. I tempi del mercato e il nuovo Stato salvatore. Il caso delle agenzie di rating. - 2. Riforme regolamentari del settore: necessità di un approccio comparato interdisciplinare. - 3. Il regime di responsabilità civile come approccio funzionale alternativo ad una regolamentazione stringente. - 4. Prospettazione di un itinerario d'indagine sulle agenzie di rating.

1. E' noto che, negli ultimi trenta anni, processi diffusi di liberalizzazione, privatizzazione ed internazionalizzazione hanno eroso il controllo dello Stato sull'economia ed alterato l'equilibrio tra la sfera pubblica e quella privata.<sup>1</sup> Le autorità statali hanno iniziato a perdere la loro centralità a vantaggio degli organismi privati e delle istituzioni sovranazionali. Molti aspetti della regolazione statale sono stati considerati inefficaci o addirittura controproduitivi e sono stati accompagnati o parzialmente superati da approcci privatistici, da iniziative re-

---

<sup>1</sup> Il tasso di pubblicizzazione delle attività finanziarie e creditizie ha così raggiunto il livello più basso, per taluni versi paragonabile a quello esistente nei singoli ordinamenti statali prima degli anni Trenta. In questo contesto si è elaborata la più generale tesi della superiorità dei modelli di regolazione finanziaria esistenti nei paesi di *common law*: per tutti, cfr R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER e R.W. VISHNY, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998, 106, 1113 ss.

golamentari privatistiche e/o dall'autoregolamentazione.<sup>2</sup> La recente crisi finanziaria ha, tuttavia, in pochissimi mesi, completamente modificato questo scenario, offrendo argomentazioni in favore di un paradigmatico allontanamento dal fondamentalismo di mercato verso una maggiore regolamentazione del mercato finanziario, persino in paesi come gli Stati Uniti e il Regno Unito, a lungo considerati i campioni della *deregulation*.<sup>3</sup> Anche nell'industria del *rating*, una disciplina di mercato come la reputazione – che è stata tradizionalmente lo stru-

---

<sup>2</sup> Si sono affermati modelli di *self-regulation* fondati sul conferimento di poteri di regolazione, controllo e certificazione a soggetti privati: cfr S. BATTINI, *La regolazione globale dei mercati finanziari*, in *Riv. trim. dir. pubblico*, Quaderno n. 3, 2007.

<sup>3</sup> Cfr G NAPOLITANO, *Il nuovo stato salvatore: strumenti d'intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, n. 11: "La diffusione globale dell'economia di mercato è destinata ad accrescere in modo soltanto apparentemente paradossale taluni tipi d'intervento pubblico" e già all'indomani delle privatizzazioni e delle liberalizzazioni "si era notato come l'apertura dei mercati, almeno in una prima fase, richiedesse nuove e più stringenti regole e procedure proprio per assicurare il funzionamento della concorrenza". Il rafforzamento delle regole e dei controlli pubblici è al centro delle strategie di vigilanza delle autorità pubbliche in tutto il mondo ed è l'oggetto principale delle iniziative di *regulatory review* avviate sia a livello nazionale, sia a livello internazionale e sovranazionale. Tra i documenti più significativi, si veda, negli Stati Uniti, CONGRESSIONAL OVERSIGHT PANEL, *Special Report on Regulatory Reform*, gennaio 2009; in Europa, si veda THE HIGH-LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU, *Report*, Brussels, 25 febbraio 2009 (c.d. *Rapporto de Larosière*); nell'ordinamento britannico, Financial Services Authority, *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*. Sull'esigenza di nuove regole mondiali, in forma di "legal" o "global standard", si veda l'intervento del Ministro dell'economia e delle finanze, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla presidenza italiana del G8 e le prospettive della *governance* mondiale, Commissioni esteri congiunte, 26 febbraio 2009. Particolarmente importante in questa prospettiva è la notizia dello 2 dicembre u.s. dell'accordo politico raggiunto dall'ECOFIN sul c.d. "pacchetto supervision", costituito dalle proposte di regolamento che istituiscono e disciplinano l'attività delle nuove Autorità di vigilanza europee (European Supervisory Authorities - ESA). Su tali proposte si dovrà adesso pronunciare il Parlamento Europeo, in forza della procedura di co-decisione prevista dal Trattato.

mento preferito di disciplina – non ha svolto un controllo sufficiente.<sup>4</sup>

Alla luce della crisi finanziaria, l'analisi del mercato del rating del credito strutturato e dei suoi possibili fallimenti è divenuta una tematica di centrale interesse negli studi di diritto dell'economia. Ciò induce ad affrontare l'approfondimento della regolamentazione delle agenzie di rating del credito utilizzando strumenti di analisi economica del diritto, procedendo nel contempo alla comparazione del regime europeo (sia a livello comunitario che nazionale), con quello statunitense. Le due agenzie di rating ancora oggi dominanti, Moody's e Standard and Poor's, hanno, infatti, sede a New York<sup>5</sup> e, dunque, non deve sorprendere se le maggiori decisioni sulla regolamentazione e sulle potenziali responsabilità delle agenzie siano state rese dalle corti statunitensi.

È opinione largamente diffusa che le agenzie di rating del credito abbiano contribuito in modo rilevante alle turbolenze dei mercati sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati,

---

<sup>4</sup> Le agenzie difendono la correttezza del loro operato (argomentando che l'incentivo a preservare il proprio "capitale reputazionale" prevale sugli effetti distorsivi di possibili conflitti di interesse). Per una discussione sul ruolo della reputazione nell'industria del rating, B BECKER e T MILBOURN, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, Working Paper 09-051, Harvard Business School, Cambridge, MA; F PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L. Q. 619 (1999); SL SCHWARCZ, *The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation*, in E FERRAN e C Goodhart (a cura di), *The Challenges Facing Financial Regulation*, Hart Publishing 2001; SL SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, (2002) U.Ill. L. Rev. 1, 2.

<sup>5</sup> Moody's nasce negli USA nel 1909; l'attuale configurazione societaria dell'agenzia deriva da uno *spin-off* dalla controllante Dun & Bradstreet, quotata alla borsa di New York. Standard & Poor's è una divisione del gruppo americano *The McGraw-Hill companies*, quotato alla borsa di New York e operante nel campo dei servizi di informazione e analisi finanziaria dal 1916.

attribuendo quasi sempre il rating massimo ai cd. *subprime* e quindi sottovalutando palesemente i rischi inerenti a tali strumenti. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le agenzie non sono state in grado di adeguare tempestivamente i loro rating. La crisi finanziaria ha portato allo scoperto le carenze dei metodi e modelli utilizzati dalle agenzie di rating, dovute in buona misura al carattere oligopolistico del mercato entro cui le agenzie operano e alla conseguente mancanza di incentivi a competere sulla qualità dei rating prodotti. A tali carenze si è spesso accompagnato un difetto di comunicazione tra le agenzie e gli investitori e contesti entro i quali era possibile ipotizzare conflitti di interesse nell'attività di rating<sup>6</sup>. In questo recente caso di criticità, tuttavia, il fallimento delle agenzie di rating sembra essere molto più grave che nel passato, perché esso non si focalizza su una singola emissione o emittente,<sup>7</sup> ma ha interessato una classe di prodotti finanziari.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> I rating sono di solito richiesti — e pagati — dagli emittenti stessi.

<sup>7</sup> Come ad esempio avvenne con la bancarotta di WorldCom, l'insolvenza di Enron, il default di Washington Public Power Supply System, il collasso di Orange County negli Stati Uniti o il caso Parmalat in Italia. Per quanto riguarda Enron, cfr, tra gli altri, *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies, Hearings Before the Senate Committee on Governmental Affairs*, 107th Cong. 471 (March 20, 2002); Report of the Staff of the Senate Committee on Governmental Affairs: "Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs," S. Prt. 107-75 (October 7, 2002); CLAIRE A. HILL, 'Rating Agencies Behave Badly: The Case on Enron' (2003) 35 Conn LR 1145.

<sup>8</sup> Cfr JE BETHEL, A FERRELL and G HU, "Law and Economics Issues in Subprime Litigation" (2008), *Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Paper 612 available at [lsr.nellco.org](http://lsr.nellco.org); KC KETTERING, *Securitization and its Discontents: the Dynamics of Financial Product Development*, in 29 *Cardozo L. Rev.* (2008); CESR, *The role of credit rating agencies in structured finance – consultation paper*, February 2008 ; CGFS (Committee on the Global Financial System), *Ratings in Structured Finance: What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings?*, CGFS Paper 32, 2008.

La condotta riprovevole delle agenzie di rating è da attribuire principalmente ad un *accountability gap*: sebbene i rating del credito abbiano un impatto sempre più significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori,<sup>9</sup> soprattutto in seguito a Basilea II,<sup>10</sup> è molto difficile renderle responsabili delle loro azioni. Questo *accountability gap* crea uno squilibrio tra il potere delle agenzie e la possibilità di renderle responsabili. Ai tempi del sorgere della crisi non esisteva una specifica regolamentazione delle agenzie di rating.<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> Il ruolo fondamentale del rating per il risparmiatore è ben rappresentato dall'orientamento giurisprudenziale che afferma la responsabilità dell'intermediario allorché non segnali la valutazione operata dalle agenzie di rating (cfr Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, Trib. Catania, 5 maggio 2006 e Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006, n. 43, in *Resp. civ. Prev.*, 2007, fasc. IV, 912, con nota di FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*). Si sostiene, infatti, che il *rating* è un fattore idoneo ad influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore, con la conseguenza che la mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi.

<sup>10</sup> La sempre maggiore dipendenza regolamentare dai *rating* del credito – che effettivamente delega molte funzioni regolamentari alle agenzie di rating – contribuisce ad aumentare il bisogno di *rating* affidabili. L'incorporazione regolamentare delle agenzie, anche se in Europa non è così sviluppata come negli Stati Uniti, ha subito un notevole sviluppo dall'arrivo del cd. metodo di calcolo standardizzato di Basilea II, e della Direttiva sui requisiti di capitale che la implementa nell'Unione europea (Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2006/48/CE) che, nella determinazione delle ponderazioni di rischio (e dei conseguenti requisiti patrimoniali) applicate alle esposizioni delle banche o delle imprese d'investimento, fanno ricorso ai giudizi rilasciati da agenzie di rating abilitate: l'*External Credit Assessment Institutions*, Ecai.

<sup>11</sup> La maggior parte degli Stati membri non regolamentava le attività delle agenzie di rating del credito né le condizioni per l'emissione dei rating. Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di rating del credito erano soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16). Fanno inoltre riferimento alle agenzie di rating del credito la direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (cfr GU L 177 del

I rating e le agenzie che li emettono sono stati esentati da regole applicabili a forme tradizionali di consigli d'investimento sia negli Stati Uniti che nell'Unione europea<sup>12</sup>. La dialettica tra teorie in favore di un controllo più stringente sull'attività delle agenzie di rating e teorie in favore del mantenimento dello *status quo* ha ostacolato ogni tentativo atto ad introdurre regole dotate di sanzioni pubbliche dirette a sottoporre le agenzie ad un controllo preventivo.

Una maggiore regolamentazione è necessaria ed era dovuta da tempo. Il mercato ed il sistema della responsabilità hanno costituito gli unici strumenti di controllo sulle agenzie di rating. Il meccanismo di mercato ha fallito nel regolamentare le agenzie efficacemente. L'autoregolamentazione mancava di meccanismi di *enforcement*.<sup>13</sup> Anche il regime di responsabilità ha svolto un ruolo limitato

---

30.6.2006, pag. 1) e la direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza di capitale delle imprese di investimento e degli enti creditizi (GU L 177 del 30.6.2006, pag. 201).

<sup>12</sup> Al fine di impedire l'abuso di informazioni privilegiate e le manipolazioni del mercato, la direttiva 2003/125/CE tratta le questioni della corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e della comunicazione al pubblico dei conflitti di interessi. Tuttavia, i rating delle agenzie sono considerati come pareri sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario e non costituiscono pertanto raccomandazioni ai sensi della suddetta direttiva.

<sup>13</sup> L'opzione dell'autoregolamentazione era sperimentata dal 2006 con il Codice di condotta dello IOSCO ed il risultato è lungi dall'essere accettabile (cfr *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, IOSCO TECHNICAL COMMITTEE, dicembre 2004, accessibile via internet a [www.iosco.org](http://www.iosco.org)). La Commissione tecnica dello IOSCO ha emesso due rapporti, uno nel 2007 e uno nel 2009, descrivendo dettagliatamente la misura in cui le agenzie di rating hanno adottato le disposizioni del Codice IOSCO nei loro codici di condotta. Mentre questi rapporti si sono dimostrati utili nel raccogliere informazioni sul livello in cui le agenzie hanno adottato le disposizioni dello IOSCO, nè lo IOSCO nè altri soggetti internazionali sono oggi in grado di determinare se una data agenzia di rating osserva di fatto con il proprio codice le disposizioni IOSCO nel modo



nel disciplinare le agenzie.<sup>14</sup> Le corti statunitensi hanno eguagliato i *rating* a mere opinioni: le agenzie di *rating* non rispondono di comportamenti negligenti, come è la regola in altre aree di diritto, ma, ricevendo protezione piena come membri dei *media*, non incorrono in responsabilità a meno che non abbiano causato il danno intenzionalmente. Esse affermano, infatti, di avere lo stesso *status* dei giornalisti finanziari e sono perciò protette dalla garanzia costituzionale della libertà di stampa.<sup>15</sup> Mentre una simile protezione non esiste in altri ordinamenti giuridici (come Germania, Italia o Regno Unito), le agenzie di *rating* hanno generalmente affermato nelle loro clausole di esenzione da responsabilità che i loro giudizi non consistono in consigli finanziari, ma in mere opinioni che non garantiscono il risultato<sup>16</sup>. Que-

---

pubblicamente descritto. Non vi sarebbe infatti alcun meccanismo di vigilanza e di applicazione coercitiva a disposizione delle autorità competenti.

<sup>14</sup> AR PINTO, *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in 54 *Am J Comp L*, 2006, 341

<sup>15</sup> Cfr, tra gli altri, *In re Scott Paper Co. Securities Litigation*, 145 F.R.D. 366, 370 (E.D. Pa. 1992); *In re Enron Corp. Sec., Derivative & "ERISA" Litig.*, —F.Supp.2d—, 2005 WL 5784354 (S.D. Tex. Feb. 16, 2005); *Connecticut Resources Recovery Authority v. Lay*, 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, at 206-212, 214 (S.D. Tex. Feb. 16, 2005); *County of Orange v. McGraw Hill Cos., Inc.*, 245 B.R. 151, 156 n.4 (C.D. Cal. 1999); *Jefferson County School District v. Moody's Investors Services*, 175 F. 3d 848, 857 (10th Cir. 1999); *Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc.*, 371 F. Supp.2d 898, 901-02, 905 (E.D. Mich. 2005); *Adelphia Communications Corp. v. Deloitte & Touche LLP*, No. 000598 (Jan. 18, 2005, Phila. Co. Pa.).

<sup>16</sup> F PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Agencies*, in 77 *Washington ULQ*, 1999, 619, 629; SL SCHWARCZ, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, in *U Illinois LR*, 2002, 1, 14. Si discute se i rating erano più affidabili nel passato. Per uno studio empirico cfr G HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Trading Agency Liability*, in 75 *Cornell LR*, 1990, 411; FA BOTTINI, *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in 30 *San Diego LR*, 1993, 579, 583; F PART-

sto ha tradizionalmente protetto le agenzie di *rating* da azioni legali da parte degli investitori ed impedito una regolamentazione diretta della loro attività fino a tempi recenti. La mancanza di giurisprudenza anche al di fuori degli Stati Uniti indica chiaramente che ad oggi la questione della responsabilità non svolge alcun ruolo e che il diritto al risarcimento non è in grado di assicurare un'equa distribuzione degli obblighi in caso di mala condotta.

2. La crisi ha sottoposto le agenzie di rating ad intenso scrutinio ed ha portato a proposte per riforme radicali. Le iniziative, che mirano a migliorare l'*accountability* e l'efficienza delle agenzie di rating, variano nel loro approccio regolamentare. *Da una parte*, il Codice di Condotta delle agenzie di rating emanato dallo IOSCO<sup>17</sup> è una pura strategia basata sul mercato e che si affida alla competizione ed alla reputazione come meccanismi disciplinari. *Dall'altra parte*, il Regolamento europeo sulle agenzie di rating<sup>18</sup> introduce un modello di registrazione con dettagliate regole di condotta per quanto riguarda l'indipendenza e i conflitti d'interesse, la qualità dei rating e la trasparenza. La riforma regolamentare della SEC ("Rating Agency Reform Act of 2006") si posiziona tra questi due estremi, facendo affidamento

---

NOY, *Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal For a Modified Strict Liability Regime*, in 79 *Washington ULQ*, 2001, 491, 509.

<sup>17</sup> *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies* (IOSCO TECHNICAL COMMITTEE, December 2004, accessible via the Internet at: [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

<sup>18</sup> Regolamento (CE) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies, available at [eur-lex.europa.eu](http://eur-lex.europa.eu).

su strategie basate sia sul mercato che sulla regolamentazione.<sup>19</sup> Complessivamente, tali iniziative porteranno ad una maggiore supervisione o regolamentazione concernente l'emissione di rating del credito e le attività delle agenzie che li emettono.

Alla luce della mancanza di *accountability* delle agenzie di rating, e del conseguente flusso recente di iniziative regolamentari e proposte di ulteriori riforme, la ricerca deve analizzare e discutere l'attitudine che i regolatori dell'Unione europea e degli Stati Membri dovrebbero adottare nel disporre di strumenti d'intervento atti a rendere più *accountable* le agenzie di rating. A questo fine, vista la necessità di avere regole internazionalmente armonizzate, vengono comparsate le iniziative legislative provenienti dalle comunità internazionale, americana ed europea ed analizzate le differenze tra i tre sistemi giuridici e le potenziali lacune. E' indiscutibile che i fallimenti del mercato che interessano l'industria del rating rendano necessario un intervento regolamentare. Tuttavia, è poco chiaro quale forma dovrebbe avere tale intervento.

Il tema oggetto della ricerca richiede un'indagine di tipo comparato per la necessità di coordinare le scelte normative adottate dagli Stati membri dell'Unione Europea con quelle assunte dalle autorità di regolazione dei principali mercati finanziari extraeuropei, ed in particolare statunitensi, attesa la dimensione globale delle agenzie di rating

---

<sup>19</sup> P.L. 109-291, 130 Stat. 1327 (29 settembre 2006), implemented by SEC Release No. 34-55857 (June 5, 2007). Il Rating Agency Reform Act del 2006 ha emendato il Securities Exchange Act del 1934 specificando i requisiti che devono essere soddisfatti affinché un'agenzia di rating possa essere registrata dalla SEC come Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) e attribuendo alla SEC poteri di vigilanza informativa e ispettiva. È espressamente vietata, invece, la regolamentazione degli aspetti sostanziali delle procedure e delle metodologie di valutazione.

e delle imprese italiane ed europee che accedono ad una valutazione del credito.<sup>20</sup> La crisi ha evidenziato i limiti di un modello regolamentare centrato sullo Stato, inducendo le autorità regolamentari americane ed europee ad intensificare la loro cooperazione. L'estensione dell'ambito spaziale e funzionale della vigilanza mira ad evitare pericolosi arbitraggi regolamentari da parte degli operatori. Una cooperazione regolamentare non solo tra Stati Membri, ma anche e soprattutto transatlantica è necessaria per il fatto che, anche se la crisi dei prodotti *subprime* è stata determinata principalmente dalle grandi banche d'investimento americane esposte ai prestiti *supprime*, le perdite si estendono ben oltre i confini americani, con gli investitori europei attivi nei prodotti della finanza strutturata e nei mercati relativi. La determinazione di nuove regole a livello internazionale, ivi compresa l'adozione di *legal standard* minimi, a sua volta, può impedire che la concorrenza tra ordinamenti dia luogo ad una "corsa al ribasso", capace di travolgere qualsiasi valore e tutela. L'intensificazione del livello di collaborazione e di integrazione tra le autorità di controllo, infine, serve ad ovviare a difetti di coordinamento e a ridurre i costi di transazione istituzionale che possono pregiudicare la tempestività e l'appropriatezza della supervisione pubblica.

S'intende sottolineare che il tema oggetto della ricerca richiede un'indagine giuridico-economica a carattere interdisciplinare, atteso che la variegata natura degli interessi coinvolti giustifica il ricorso a modelli ed istituti appartenenti sia alla sfera del diritto pubblico che a quella del diritto privato. Tale metodo di indagine non è stato fino ad

---

<sup>20</sup> IOSCO, *International Cooperation in Oversight of Credit Rating Agencies*, Technical Committee Note, 2009.

oggi sufficientemente applicato alla ricerca scientifica sulla materia, che si è avvalsa per lo più di analisi settoriali e specialistiche. L'approccio interdisciplinare appare indispensabile nell'analisi delle esigenze di tutela nonché degli strumenti regolatori più efficienti al fine di pervenire ad una visione sintetica e complessiva che possa essere di reale ausilio alle scelte di politica legislativa che interessano l'attuale momento sia in Italia che in Europa.

3. Come in ogni riforma regolamentare, l'efficacia delle misure proposte va attentamente verificata. Il rischio è che tali misure finiscano per irrigidire eccessivamente il mercato del *rating*, riducendo gli incentivi a processi di innovazione finanziaria e di globalizzazione economica. E' importante che coloro che saranno chiamati alla revisione delle regole tengano ben presente tale rischio. In particolare, non è chiaro l'impatto della regolamentazione sulla dimensione competitiva dell'industria del *rating*: un intervento regolamentare potrebbe migliorare la qualità del rating, ma potrebbe anche aumentare le barriere all'entrata (e così influenzare negativamente la concorrenza). Le barriere all'entrata nel mercato del rating sono storicamente soprattutto una funzione dell'introduzione ed applicazione restrittiva dello *status* di National Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) negli Stati Uniti, il quale con il trascorrere del tempo ha portato ad un numero molto limitato di agenzie di *rating* considerate accettabili.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Ad oggi, sono dieci le agenzie di rating che rispettano tutte le condizioni per la registrazione stabilite nella Section 15E(a)(1)(B) del Securities Exchange Act ed attinente allo stato di NRSRO. Oltre a Moody's, S&P, Fitch, Dominion Bond Rating Service, Ltd. of Canada ("DBRS") e A.M. Best Company, Inc, nel 2007 anche Japan Credit Rating Agency, Ltd., Rating and Investment In-

La maggior parte delle NRSRO provengono dal nord America: poiché i mercati di capitali sono diventati globali e crescono in Europa ed Asia, questa non è necessariamente la situazione più salutare per il mercato.

Il nuovo Regolamento europeo sulle agenzie di *rating* sembra essere gravoso ed atto ad innalzare barriere all'entrata. Un approccio alternativo ad una sorveglianza "draconiana" – come è la tendenza recente suggerita dai regolatori europei – è di avere regole meno stringenti e permettere una maggiore concorrenza. Una disciplina regolamentare basata sul mercato, la competizione e la trasparenza - come previsto negli Stati Uniti - potrebbe essere la soluzione più appropriata.<sup>22</sup> Una regolazione delle agenzie di *rating* ben concepita potrebbe non solo proteggere i mercati contro eccessi ed abusi, ma anche rafforzare i mercati come base per l'innovazione e la crescita. La creatività e l'innovazione sono troppo spesso incanalate dentro una regolazione ingannevole ed ambigua. Regolando le agenzie in maniera così stringente, la Commissione europea dà l'impressione di certificare i *rating*. Tuttavia, gli investitori non dovrebbero utilizzare acriticamente i *rating*, ma intraprendere un'analisi adeguata dei rischi sottostanti, usando i *rating* come solo *uno* dei fattori da considerare nelle decisioni d'investimento. E' chiaro, tuttavia, che questo approccio non è visto con favore da molti regolatori e legislatori e che una maggiore sorveglianza regolamentare per le agenzie è inevitabile.

---

formation, Inc, (R&I) ed Egan-Jones vengono designate come NRSRO, e nel febbraio 2008 anche LACE Financial Corp. Recentemente, Realpoint LLC.

<sup>22</sup> S ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-based Approach*, in 51 *McGill LJ*, 2006, 617, 637.

Nella regolamentazione privata, specialmente nel regime della responsabilità civile nei confronti dei terzi danneggiati, sono presenti elementi che potrebbero costituire un mezzo per controllare il comportamento delle agenzie di rating, senza la necessità d'introdurre una regolamentazione stringente. In accordo alla teoria della deterrenza, la regolamentazione privata delle agenzie di rating può, infatti, essere considerata un'alternativa funzionale alla regolamentazione pubblica.<sup>23</sup>

In base alle considerazioni precedenti, si comprende la ragione per cui è opportuno orientare l'indagine all'identificazione dell'adeguata portata della responsabilità delle agenzie di rating. Specificatamente, la ricerca deve analizzare il fondamentale compromesso tra l'impatto potenzialmente avverso della responsabilità delle agenzie di rating sul mercato rilevante e gli incentivi che tale responsabilità offre loro per evitare di assumere comportamenti scorretti. *Da una parte*, l'espandere la sfera della responsabilità delle agenzie di rating aumenterà il prezzo dei servizi svolti dalle agenzie stesse per riflettere la loro esposizione a responsabilità. Sebbene inizialmente attraente come mezzo per tenere fuori i trasgressori, tale aumento di prezzo potrebbe risultare avere conseguenze avverse: piuttosto che proteggere dai trasgressori, potrebbe allontanare solo agenzie osservanti della legge. Apparirebbe dunque opportuno circoscrivere l'area della responsabilità entro limiti ragionevoli, al fine di evitare la proliferazione incontrollata.

---

<sup>23</sup> I fondamenti di questa teoria sono presentati da Gary Becker in un articolo del 1968, avente ad oggetto la sanzione penale. Cfr BECKER, *Crime and Punishment*, in *J. Pol. Econ.*, 76, 1968, 169. L'articolo di Becker influenzò Posner che adottò le argomentazioni di Becker applicandole alla responsabilità civile. Cfr POSNER, *A Theory of Negligence*, in *J. Leg. Stud.*, 1, 1972, 29; ID., *The Concept of Corrective Justice in Recent Theories of Tort Law*, in *J. Leg. Stud.*, 10, 1981, 187.

lata di *deep pocket actions*. L'esclusione dalla responsabilità per colpa consente alle agenzie d'investire minori risorse in accuratezza. *Dall'altra parte*, una responsabilità maggiore può influenzare positivamente l'accuratezza dell'analisi delle agenzie di rating ed indurle ad evitare che gli emittenti di cui emettono il rating assumano comportamenti scorretti. In tal modo, la minaccia d'incorrere in responsabilità dovrebbe portare le agenzie di rating ad assicurare che i loro analisti abbiano le competenze necessarie per emettere rating. Le sanzioni civili potrebbero aggiungersi a sanzioni reputazionali, controllando quegli elementi di *performance* che non sono soggetti ad un controllo reputazionale.<sup>24</sup> In questa sede, si pone il problema di verificare il bilanciamento fra tutela del mercato e libertà di informazione, valori spesso confliggenti ma che trovano entrambi garanzia costituzionale. Spetta ai legislatori e alle corti chiarire ulteriormente l'esatto limite della responsabilità per le agenzie di rating. Il Regolamento europeo dovrebbe essere più esplicito nel provvedere una base legale per le azioni di responsabilità contro le agenzie di rating. Esso si limita, invece, a prevedere che eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating per violazione delle disposizioni del regolamento stesso dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile. Ecco allora che riappare *ex post*, in sede di responsabilità civile, la possibilità che si determinino

---

<sup>24</sup> Per una discussione sulla responsabilità civile delle agenzie di rating, cfr CT EBENROTH and TJ DILLON, 'The International Rating game: An Analysis of the Liability of Rating Agencies in Europe, England and the United States' (1993) 24 *Law & Policy Intl Bus* 703; AR PINTO, 'Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States' (2006) 54 *AJ Comp L* 341, 351; F PARTNOY, 'Barbarians at the Gatekeepers?: A Proposal For a Modified Liability Regime' (1999) 79 *Washington ULQ* 491.



livelli diversi di tutela degli investitori, con il conseguente spettro di una *race to the bottom*, che si era voluta evitare con una stringente regolazione *ex-ante* delle agenzie di rating. Ad esempio, i principali ordinamenti non ammettono una responsabilità per colpa (come in Italia) derivante dalla diffusione di informazioni inesatte. Il criterio d'imputazione è il dolo o, come in Germania, la colpa grave. Così, secondo le corti statunitensi le agenzie di rating godono di una generale esenzione di responsabilità per il danno causato all'investitore dal voto di rating meramente colposo. L'unitarietà delle regole che disciplinano il rating, dunque, è necessaria, ma non sufficiente. Occorre inoltre considerare gli strumenti processuali che determinano le condizioni dell'azione privata: istituti fondamentali che rendono effettiva la dissuasione attuata attraverso l'azione privata sono presenti solo in America. Si auspica quindi il potenziamento del *private enforcement* insieme ad una modifica radicale del sistema giudiziario nel suo complesso. Il sistema non potrà dirsi completo fino a quando non sarà accompagnato da un processo di uniformazione dei sistemi sanzionatori. Ciò è necessario per rendere realmente neutrale la scelta del luogo di svolgimento dell'attività di rating e le conseguenze di eventuali violazioni delle regole.

4. La recente crisi dei *subprime* suggerisce, dunque, di procedere nella ricerca seguendo un itinerario d'indagine del genere che qui di seguito viene prospettato. Dovrà, in via preliminare, essere delineato un quadro di informazioni sul ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nella crisi finanziaria globale (e in particolare nella finanza strutturata); diviene, in tal modo, possibile valutare successivamente l'incidenza

di siffatta realtà sui fallimenti che pervadono il mercato del *rating* del credito. Ed invero, i principali problemi nell'industria del *rating* del credito sono – in aggiunta ai conflitti d'interesse – quelli risultanti dalla concentrazione di mercato (che risulta dominato da tre sole grandi agenzie: Moody's Investor Service, Standard & Poor's e Fitch, tutte indicate come National Recognized Statistical Rating Organizations [o "NRSROs"] dalla SEC): se l'industria fosse più competitiva, il prezzo dei *rating* sarebbe più basso e la loro qualità più alta. In vista dei fallimenti nell'industria del rating del credito e degli effetti pubblici – soprattutto in termini di rischi sistemici – dell'attività delle agenzie di rating, la ricerca deve spiegare le ragioni che sostengono la necessità di un intervento pubblico nell'industria del rating.

Nella delineata prospettiva può trovare adeguata collocazione l'esame della cornice regolamentare delle agenzie di *rating*, sia statunitensi che europee; analisi che, consentendo di evidenziare le criticità che al presente caratterizzano detto ambito disciplinare, può essere di guida nell'individuazione di nuovi, idonei percorsi legislativi, che pongano rimedio ai "guasti" causati dai limiti della previgente regolazione.

Va da sé che la comparazione delle iniziative in materia assunte dalla comunità internazionale è d'ausilio nella valutazione del sistema normativo in parola. Più in particolare rileva il fatto che negli Stati Uniti la designazione "NRSRO" è stata di recente rivista dalla SEC nel *Credit Rating Agencies Reform Act of 2006*, entrato in vigore nel giugno 2007. Questo Atto, e le successive regole (alcune ancora proposte) emesse dalla SEC, hanno modificato radicalmente lo scenario delle agenzie di *rating* ed offerto la possibilità di un regime regola-

mentare più aperto (oltre che di un'industria maggiormente competitiva). Ciò non implica necessariamente una linea di progresso: potrebbe, infatti, rimanere una concentrazione significativa del mercato. D'altronde, il nuovo Regolamento europeo contrasta nettamente con il *Credit Rating Agencies Reform Act of 2006*. Nonostante la proclamata ricerca per una cooperazione tra Stati Uniti ed Unione europea ed alcune regole definitive, o solo proposte, che in parte convergono, gli obiettivi principali degli interventi regolamentari sono molto differenti. L'Atto statunitense aspira ad introdurre la competizione nell'industria del rating, mentre il Regolamento europeo aspira ad introdurre un regime di stretta sorveglianza e va molto oltre l'Atto nel regolamentare le agenzie di rating. Inoltre, il regime di riconoscimento come recentemente introdotto nell'Unione europea è percepito essere simile al regime di riconoscimento statunitense delle NRSROs, così sollevando problematiche analoghe. Tuttavia, il fatto che le agenzie di rating in Europa, che fino ad oggi non erano sottoposte ad alcun controllo, saranno registrate, monitorate e supervisionate costituisce un cambiamento importante. Ancora più importante, per la prima volta sono state poste le fondamenta di una supervisione europea, un punto d'entrata singolo per la registrazione delle agenzie di rating.<sup>25</sup>

Da ultimo, dovrebbero essere analizzati e comparati i regimi di

---

<sup>25</sup> Il cd. "pacchetto supervision" prevede che all'Autorità di vigilanza sui mercati (*European Securities Market Authority - ESMA*) verranno attribuiti poteri di vigilanza pieni (compresi poteri di natura autorizzatoria, ispettiva e sanzionatoria) nei confronti delle agenzie di rating. All'ESMA sarebbe attribuita la responsabilità specifica della tenuta del registro delle agenzie di rating, nonché il potere di cancellarle dal registro o di sospendere l'uso dei rating per rilevanti esigenze di vigilanza. Le agenzie di rating sarebbero dunque l'unico settore ad essere sottoposto a vigilanza diretta da parte della costituenda Autorità europea.

responsabilità cui sono sottoposte le agenzie di *rating* negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna (paesi di *common law*), da una parte, ed in Germania ed Italia (paesi di *civil law*), dall'altra parte. Intendiamo dunque esaminare se l'*accountability* delle agenzie di rating potrebbe essere determinata decisamente dal rischio di incorrere in responsabilità civile oltre che da un'appropriata regolamentazione. Mentre la mancanza di giurisprudenza indica chiaramente che, ad oggi, la responsabilità delle agenzie di rating non ricopre un ruolo importante, noi comprendiamo come nel regime di responsabilità civile siano presenti elementi che potrebbero potenzialmente costituire un mezzo per controllare il comportamento delle agenzie. L'analisi delle diverse ipotesi di responsabilità in capo alle agenzie di rating nei singoli Paesi considerati permette di verificare se la responsabilità civile rappresenta solo un'appendice della regolamentazione pubblica delle agenzie di rating o se, invece, vi sia spazio per una regolamentazione *bottom up*, attuata dai giudici attraverso sanzioni civili, anche in Europa. Seppure l'interprete europeo sia solito differenziare chiaramente tra diritto privato e diritto pubblico, il diritto dei mercati finanziari europeo è fortemente influenzato dal diritto dei mercati finanziari americani, dove è forte l'idea che l'azione dei privati possa avere, nella regolazione dei mercati, un ruolo deterrente analogo o addirittura superiore all'azione dell'autorità pubblica.<sup>26</sup>

---

<sup>26</sup> Cafaggi espresse la necessità di una ridefinizione critica dei confini tra diritto pubblico e privato in Italia: “[I]l diritto della regolazione è un diritto misto non identificabile né con quello pubblico né con quello privato e forse questo dovrebbe essere l’esito di un percorso finale che muova da un approccio strutturale ad uno funzionale”. Cfr F CAFAGGI, *La responsabilità dei regolatori privati: tra mercati finanziari e servizi professionali*, in *Merc. conc. reg.*, 2006, 9, at 11, ft. 4. Contra, R ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale L. J.*, 107, 1998, 2359; R ROMANO, *The Need for competition in International Securities regulation*, in

*Elisabetta Cervone*

Dottore di ricerca in Diritto ed Economia

Università degli Studi di Siena

# I

CORTE DI CASSAZIONE

25 giugno 2008, n. 17340

**Intermediazione finanziaria – Contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento – Singoli contratti scritti di negoziazione – Ammissibilità.**

*Nella prestazione del servizio di mera esecuzione degli ordini, cui siano riferibili strumenti finanziari non adeguati (avuto riguardo alla natura ed alle conoscenze dell'investitore, nonché alla tipologia, all'oggetto, alla frequenza ed alla dimensione dell'operazione da porre in essere) l'intermediario finanziario è tenuto a dare corso all'operazione solo a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore. Per trattare il cliente alla stregua di un operatore qualificato non è sufficiente la circostanza secondo cui questi abbia in precedenza acquistato altri titoli a rischio.*

(D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, deliberazione Consob 1 luglio 1998, n. 11522, art. 30)

[omissis]

Fatto

1. [S.A. e A.L.] convennero in giudizio dinanzi al Tribunale di Avezzano la s.p.a. Banca del Fucino, esponendo: che nel maggio 1998 si erano recati presso la succursale di Avezzano della Banca per effettuare un'operazione "pronti contro termine" con scadenza 20 settembre 1998, avendo già in precedenza preferito operazioni di quel tipo a rendita sicura piuttosto che forme di investimento speculativo; che, su suggerimento dei dipendenti della Banca D.G.F. e C. G., i quali avevano garantito un rendimento pari all'8,75% netto senza alcun rischio per il capitale, e rassicurati anche dal direttore, avevano sottoscritto il diverso investimento loro proposto senza ricevere alcuna specifica informazione; che i dipendenti della Banca del Fucino, lasciando intendere che l'investimento effettuato era in linea con le direttive impartite dagli attori, avevano acquistato titoli emessi da Stati sudamericani senza consegnare agli attori il relativo contratto; che il 21 settembre 1998, essendo tornati in banca per il riaccredito delle somme investite, avevano saputo di avere subito una perdita di oltre lire cento milioni, in linea capitale; che - poiché ad essi attori non era stato fatto sottoscrivere prima dell'investimento il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (che la Banca aveva inviato loro solo un mese dopo pretendendone la sottoscrizione senza prima dare spiegazioni) e l'operazione suggerita e portata a compimento doveva essere definita non adeguata - chiesero la condanna della Banca al risarcimento dei danni conseguenti all'operazione stessa.

Si costituì la Banca del Fucino, resistendo alla domanda attrice. Precisò di avere rispettato pienamente i doveri di diligenza e correttezza di cui al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, approvato con il D.Lgs.

24 febbraio 1998, n. 58, informando gli attori sulla reale natura dell'investimento e dei rischi che esso presentava e sconsigliandoli dal compiere l'operazione.

Con sentenza in data 28 dicembre 2000, l'adito Tribunale di Avezzano rigettò la domanda di risarcimento dei danni, ponendo a carico degli attori soccombenti le spese del giudizio.

2. - Tale pronuncia è stata confermata dalla Corte d'appello di L'Aquila con sentenza in data 31 ottobre 2003.

2.1. - Così come il primo Giudice, la Corte territoriale ha dato rilievo alla circostanza che, contrariamente agli assunti della citazione, il S. e l' A., già prima di acquistare, nel maggio 1998, le obbligazioni Mexico 10% per un controvalore di L. 260 milioni, (operazione cui si imputa la perdita per cui è processo), avevano acquistato altri titoli a rischio (le obbligazioni Telecom Argentina, con ordine dell'8 aprile 1998). Di qui il motivato, condivisibile convincimento del primo Giudice circa la propensione degli attori a forme di investimento finanziario, non già di sicura conservazione del capitale investito (come, appunto, le operazioni di pronti contro termine e su titoli di Stato, ove il rischio di perdita del capitale è inesistente a fronte della modestia della remunerazione), ma di fatto speculativi, perchè finalizzati a elevata remunerazione, epperò a rischio. Secondo i Giudici del gravame, correttamente il Tribunale ha disatteso la deposizione testimoniale del funzionario bancario D.G., sia perchè in contrasto con le risultanze documentali (avendo costui riferito soltanto di operazioni su titoli di Stato e di pronti contro termine), sia perchè in posizione di conflitto con la Banca convenuta, contro la quale - dopo le dimissioni - pendeva giudizio di risarcimento danni.



La Corte d'appello ha inoltre sottolineato che, al di là della sottoscrizione formale della scheda rischi (prima del disinvestimento), gli appellanti erano stati specificamente informati del rischio dell'operazione finanziaria non solo all'atto dell'investimento, ma anche al momento del disinvestimento, avvenuto non per autonoma scelta della Banca, ma in virtù di espresso ordine del cliente, nell'ambito di un contratto di deposito a custodia con amministrazione dei titoli, senza conferimento di poteri di gestione del patrimonio, per cui la Banca risultava vincolata alle istruzioni del cliente. Secondo la Corte territoriale, nella specie non è configurabile alcuna responsabilità della Banca, né ai sensi dell'art. 1710 c.c., né sotto il profilo della violazione degli obblighi di diligenza e correttezza di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., come richiamati dal cit. T.U. art. 21, avendo la Banca adempiuto, nella sostanza, a tali obblighi mediante adeguata informazione ai clienti e, nondimeno, volontariamente disattesa.

3. - Per la cassazione della sentenza della Corte d'appello il S. e l' A. hanno proposto ricorso, con atto notificato il 10 maggio 2004, sulla base di due motivi. Ha resistito, con controricorso, la Banca del Fucino. In prossimità dell'udienza la Banca ha depositato una memoria illustrativa.

### Diritto

1. - Con il primo motivo (violazione e falsa applicazione, a norma dell'art. 360 c.p.c., n. 3, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 21, e succ. modif., e dell'art. 29, del regolamento CONSOB n. 11522), i ricorrenti precisano che, con la proposta azione risarcitoria, essi, che avevano sempre diretto i propri investimenti verso forme assolutamente non propense al rischio

capitale, hanno lamentato la mancata informazione da parte della Banca al momento in cui erano stati indotti ad acquistare titoli su mercati finanziari sudamericani che, se da un lato offrivano la possibilità di potere effettuare consistenti guadagni, dall'altro comportavano il rischio - poi verificatosi - di veder ridotto in modo considerevole il capitale investito a causa della eccessiva instabilità dei mercati.

Le operazioni suggerite dovevano ritenersi, a norma dell'art. 29, del regolamento CONSOB n. 11522, assolutamente non adeguate alla tipologia dei clienti, avuto riguardo alla loro propensione al risparmio e alla loro conoscenza degli strumenti finanziari. Tale disposizione regolamentare - si osserva - non ammette deroghe e non potrebbe essere superata, come invece ha riconosciuto la Corte di merito, da una prova testimoniale (peraltro resa da soggetti a credibilità "ridotta" per essere dipendenti della Banca) che semplicemente riferisca sul fatto che vi è stata la dovuta informazione.

Al contrario, tale circostanza deve risultare da elementi obiettivi previsti dalla normativa regolamentare CONSOB: in particolare, dalla consegna del documento informativo predisposto dalla banca (la c.d. scheda rischi).

2. - Il secondo mezzo denuncia insufficienza e contraddittorietà della motivazione, ai sensi dell'art. 360 c.p.c., numero 5. Con esso i ricorrenti si dolgono che la Corte di merito abbia ritenuto che le informazioni rese dai dipendenti si erano rivelate sufficienti a fornire tutti i chiarimenti necessari per compiere operazioni finanziarie. Se esiste un obbligo (quello della consegna della scheda rischi), esso non può essere ignorato né sostituito da una informazione orale che, per quanto corretta, non consente di superare il ragionevole dubbio in ordine alla sua recepibilità da parte del cliente. La Corte si sarebbe "limitata a recepire

le considerazioni già espresse dal primo Giudice in merito alla credibilità dei testi assunti, dimenticando di approfondire un passaggio importante, quale quello legato alla data delle dimissioni del teste D.G., che rendevano la sua testimonianza non contrastante con la documentazione prodotta e, comunque, di dare un'adeguata motivazione sul ragionamento logico - giuridico seguito per accreditare i testi dipendenti della Banca anche se in contrasto con la disciplina dettata dal testo unico". La sentenza impugnata sarebbe inoltre contraddittoria. La Corte d'appello, infatti, dopo avere confermato che anche il disinvestimento deve essere preceduto da una corretta informazione del cliente in ordine ai rischi connessi con l'operazione stessa, ha ritenuto che sconsigliare l'operazione poteva essere sufficiente ad integrare la corretta informazione richiesta dalla norma. I Giudici del gravame, senza soffermarsi sulla personalità dei clienti e sul loro grado culturale, avrebbero erroneamente considerato che il semplice consiglio di non compiere l'operazione potesse sostituire tutto il materiale informativo che la banca avrebbe dovuto consegnare.

3. - I due motivi - i quali, stante la loro stretta connessione, possono essere esaminati congiuntamente - sono fondati, nei termini di seguito precisati.

3.1. - Ai sensi del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria approvato con il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 21, (che riproduce l'identica disposizione già prevista dal D.Lgs. 23 luglio 1996, n. 415, art. 17, recante il recepimento, tra l'altro, della direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993), nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento i soggetti abilitati devono "acquisire le informazioni

necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati” (comma 1, lett. b).

Questa regola - nell’assoggettare la prestazione dei servizi di investimento ad una disciplina diversa e più intensa rispetto a quella discendente dall’applicazione delle regole di correttezza previste dal c.c., impone all’operatore il dovere sia di farsi parte attiva nella richiesta all’investitore di notizie circa la sua esperienza e la sua situazione finanziaria, gli obiettivi di investimento e la propensione al rischio, sia di informare adeguatamente il cliente, al fine di porre il risparmiatore nella condizione di effettuare consapevoli e ragionate scelte di investimento o disinvestimento. Il duplice riferimento alle informazioni adeguate e necessaria e la direzione dell’obbligo nei confronti del cliente inducono a ritenere che le informazioni debbano essere modellate alla luce della particolarità del rapporto con l’investitore, in modo da soddisfare le specifiche esigenze proprie di quel singolo rapporto. L’obbligo di informazione nella prestazione dei servizi di investimento ha ricevuto una specificazione di dettaglio nella disciplina regolamentare introdotta dalla CONSOB: prima con la Delib. 30 settembre 1997, n. 10943, applicabile *ratione temporis* al momento dell’acquisto (maggio 1998) dei titoli Mexico 10% da cui è sorta la presente controversia - poi con la Delib. 1 luglio 1998, n. 11522. La disciplina regolamentare prevede tra l’altro: *a*) che l’intermediario autorizzato non può effettuare operazioni se non dopo aver fornito all’investitore informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione o del servizio, la cui conoscenza sia necessaria per effettuare consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento (Delib. CONSOB n. 10943, art. 5, comma 2; Delib. CONSOB n. 11522, art. 28, comma 2); *b*) che l’intermediario, quando riceve da un investitore disposizioni relative ad un’operazione non a-

deguata, lo informa di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione; e che qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, l'intermediario può eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto (ovvero, nel caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico), in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute (Delib. n. 10943, art. 6, comma 3; Delib. n. 11522, art. 29, comma 3).

3.2. - Nella specie la Corte d'appello ha escluso qualsiasi negligenza in capo alla Banca, rilevando che il funzionario addetto aveva informato il cliente del rischio dell'operazione finanziaria de qua (acquisto e successivo disinvestimento delle obbligazioni Mexico 10%). La motivazione contenuta nella sentenza impugnata è, al riguardo, insufficiente. Al di là dell'aspetto relativo alla consegna o meno del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (adempimento che non era nella specie, *ratione temporis*, necessario prima dell'investimento, dato che, quanto ai rapporti in corso, la Delib. CONSOB 25 febbraio 1993, n. 11254, ha differito al 30 giugno 1998 l'obbligo di consegna di detto documento), l'argomentazione dei Giudici del gravame, nella sua genericità, non da conto di quali concrete avvertenze e specifiche indicazioni sul tipo di rischio sotteso all'operazione siano state date agli investitori e nulla dice circa l'adeguatezza dell'informazione fornita dall'intermediario, se cioè essa sia stata tale da soddisfare le esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria dei clienti; e, soprattutto, non indica se, a fronte di un'operazione ritenuta dalla stessa Banca non adeguata, questa abbia osservato la norma che consente di darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto in cui sia fatto esplicito riferimento alle

avvertenze ricevute. La decisione della Corte territoriale è altresì erronea in diritto. Invero - diversamente da quanto lascia implicitamente intendere la sentenza impugnata (nella quale si sottolinea che l'operazione è avvenuta "non per autonoma scelta della banca, ma in virtù di espresso ordine del cliente, nell'ambito di un contratto di deposito a custodia con amministrazione dei titoli, senza conferimento di poteri di gestione del patrimonio") - l'ambito oggettivo delle disposizioni concernenti le informazioni e le operazioni non adeguate è destinato a trovare applicazione anche là dove il servizio prestato dall'intermediario consista nell'esecuzione degli ordini dell'investitore.

Il Collegio ritiene infatti che la regola in base alla quale in presenza di un'operazione non adeguata l'intermediario deve astenersi dal dare esecuzione all'operazione se prima non abbia avvertito l'investitore e ottenuto dal medesimo l'espressa autorizzazione ad agire ugualmente sulla base di un ordine contenente l'esplicito riferimento alle informazioni ricevute, trova applicazione con riferimento a tutti i servizi di investimento prestati nei confronti di qualsiasi investitore che non sia un operatore qualificatore sia con riguardo ai servizi di investimento nei quali sia ravvisabile una discrezionalità dell'intermediario, come ad esempio nel caso di contratti di gestione di portafogli di investimento, sia là dove l'operazione avvenga su istruzione del cliente, come, appunto, quando venga prestato il servizio di negoziazione o di ricezione e di trasmissione di ordini.

Tale interpretazione pare preferibile sia in ragione della natura e delle finalità sottostanti ai doveri di informazione imposti agli intermediari nei servizi di investimento (servizi nel cui ambito rientra, accanto alla gestione di portafogli, l'esecuzione di ordini per conto dei clienti: del cit. Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, art. 1, comma 5, sulla

scia di quanto già previsto dal D.Lgs. n. 415 del 1996, art. 1, comma 3), sia in considerazione del tenore letterale della, già ricordata, normativa regolamentare proveniente dalla CONSOB, la quale, per un verso, richiede che siano fornite informazioni adeguate sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni della specifica operazione non solo prima di consigliare operazioni o di prestare il servizio di gestione, ma anche di effettuare operazioni con o per conto dell'investitore, e, per l'altro verso, fa esplicito riferimento al caso in cui l'intermediario abbia ricevuto dall'investitore una disposizione per effettuare una operazione non adeguata. Né, a questo riguardo, rileva la circostanza che, in epoca immediatamente precedente all'effettuazione in questione (appena un mese prima), il cliente avesse acquistato altri titoli a rischio (obbligazioni Telecom Argentina): giacché il dovere di fornire informazioni appropriate e l'obbligo di astenersi dall'effettuare operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensioni, se non sulla base di un ordine impartito dall'investitore per iscritto contenente l'esplicito riferimento alle avvertenze ricevute, sussiste in tutti i rapporti con operatori non qualificati, e tale è anche chi - non rientrante in una delle speciali categorie di investitori menzionate nei regolamenti CONSOB (Delib. n. 10943, art. 8, comma 2; Delib. n. 11522, art. 31, comma 2), abbia in precedenza occasionalmente investito in titoli a rischio.

4. - Il ricorso è accolto per quanto di ragione. La sentenza impugnata è cassata e la causa è rinviata alla Corte d'appello di L'Aquila. Il Giudice del rinvio - che provvedere anche in ordine alle spese del giudizio di cassazione - si adeguerà al seguente principio di diritto: "in tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore una informazione adeguata in con-

creto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente; e, a fronte di un'operazione non adeguata (nella specie, avente ad oggetto obbligazioni Mexico 10%), può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nella esecuzione di ordini - non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio (nel caso: obbligazioni Telecom Argentina), perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla CONSOB”.

P.Q.M.

La Corte accoglie il ricorso per quanto di ragione; cassa la sentenza impugnata e rinvia la causa, anche per le spese del giudizio di cassazione, alla Corte d'appello di L'Aquila, in diversa composizione.

Così deciso in Roma, nella Camera di consiglio della Sezione Prima Civile della Corte Suprema di Cassazione, il 28 maggio 2008.

Depositato in Cancelleria il 25 giugno 2008

*L'ADEGUATEZZA DELLE OPERAZIONI DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA NELLE PRESCRIZIONI DELLA DISCIPLINA SPECIALE E NELL'ORIENTAMENTO DELLA CASSAZIONE*

1. La sentenza in commento appare di particolare rilievo in quanto – intervenendo nel noto dibattito concernente la problematica riguardante la *nullità virtuale* (ex art. 1418 c.c.) dei contratti di intermediazione finanziaria (posti in essere in vio-



lazione degli obblighi comportamentali che fanno carico ai soggetti abilitati) - sembra discostarsi dalle conclusioni cui di recente è pervenuta la Cassazione (SS.UU., 19 dicembre 2007, n. 26274 e n. 26275).

Trattasi di una fattispecie nella quale la giurisprudenza di merito ha perseguito la tutela degli investitori *non professionali* (ad essi accordata da regole di normazione primaria e secondaria) procedendo ad una declaratoria di nullità dei contratti di acquisto di strumenti finanziari, ove stipulati in contrasto con le modalità fissate in materia dalla normativa<sup>1</sup>. L'orientamento giurisprudenziale in esame conduce alla "evidente forzatura nell'interpretazione dell'art. 1418 c.c., al quale (...) è estranea la finalità di proteggere una delle parti negoziali in ragione della sua debolezza"<sup>2</sup>.

Come si tenterà di evidenziare qui di seguito, nella lettura della normativa previgente, la Cassazione – nel tener conto delle recenti indicazioni recate dalla MiFID (*Market in financial instruments directive*, corpo di regole di derivazione comunitaria che si compone delle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, nonché del Regolamento (CE) n. 1287/2006) e dal relativo decreto di recepimento (d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164) – ne supera la *genericità* di fondo, pervenendo ad una interpretazione della stessa che appare riconducibile alle indicazioni offerte dalla nuova regolazione speciale (in particolare, con riguardo al test di adeguatezza tipico di alcune particolare forme operative).

---

<sup>1</sup> Cfr. PELLEGRINI, *La prestazione dei servizi finanziari*, in AA.VV., *Gli incontri autunnali*, Seminario organizzato dal Gruppo Cabel presso la BCC di Fornacette, 27 ottobre 2007, p. 59; SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, in *Il Diritto privato oggi*, a cura di Paolo Cendon, Milano, 2004.

<sup>2</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *La tutela dell'investitore nell'orientamento della Corte di Cassazione*, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Mondo Bancario*, 2008, n. 4, p. 37.

2. Nella sentenza in epigrafe, la Corte di Cassazione ha accolto il ricorso proposto da un investitore avverso la sentenza di appello, che aveva confermato la pronuncia di primo grado.

La parte attrice aveva proposto domanda di risarcimento dei danni a fronte di una consistente perdita del capitale investito, alla medesima derivante da un'operazione di *pronti contro termine* a sei mesi (con rendimento netto garantito pari all'8,75 per cento e per un controvalore di 260 milioni di lire). A fondamento della richiesta erano adottati due specifici motivi: *a)* la mancata sottoscrizione, prima dell'acquisto, del *documento sui rischi generali* (inviato al cliente un mese dopo il compimento dell'operazione); *b)* l'inosservanza dell'obbligo di valutazione dell'adeguatezza dell'operazione di acquisto degli strumenti finanziari, che avrebbe dovuto condurre l'intermediario – secondo la prospettazione di parte attrice – a ritenere *non adeguata* l'operazione, rispetto al profilo del cliente.

La Banca convenuta in giudizio aveva resistito, adducendo di avere osservato i doveri di diligenza e correttezza di cui al Testo unico della finanza (D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e succ. modif.), avendo fornito all'investitore adeguate informazioni circa la reale natura dell'investimento ed i rischi ad esso sottesi. L'intermediario aveva, inoltre, rappresentato di essersi prontamente adoperato nel tentativo di dissuadere il proprio cliente dal compiere l'operazione in parola.

Il Giudice di prime cure e la Corte d'appello, nel rigettare la domanda di risarcimento, avevano motivato la loro decisione osservando che l'investitore, in tempi estremamente recenti rispetto all'operazione oggetto della controversia, aveva acquistato altri titoli a rischio (nello specifico obbligazioni Telecom Argentina). Più in particolare, la Corte d'appello aveva sottolineato come, “al di là della sottoscrizione formale della scheda

rischi (prima dell'investimento), gli appellanti (fossero) stati specificatamente informati (...) del rischio dell'operazione finanziaria (sia) all'atto dell'investimento (che a quello) del disinvestimento, avvenuto non per autonoma scelta della Banca, ma in virtù di un espresso ordine del cliente, nell'ambito di un contratto di deposito a custodia con amministrazione dei titoli, senza conferimento di poteri di gestione del patrimonio”.

Muovendo da queste considerazioni, le corti di merito non avevano riscontrato alcuna responsabilità dell'intermediario finanziario per violazione delle norme poste a carico del mandatario (art. 1710 c.c.) e degli obblighi di diligenza e correttezza nell'ambito della prestazione di servizi di investimento (art. 21 t.u.f., le cui norme sono ritenute applicazione particolare, *in subiecta materia*, dei principi generali di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c.).

3. La Corte di Cassazione, di contro, ha accolto il ricorso dell'investitore, ritenendo insufficienti le motivazioni contenute nella sentenza impugnata. I motivi della decisione sono ricondotti, come già anticipato, al mancato rispetto degli obblighi di comportamento posti a carico degli intermediari finanziari, il cui operato avrebbe dovuto essere primariamente rivolto a rendere sempre *adeguatamente* edotti i propri clienti circa le caratteristiche, i rischi e le specifiche conseguenze delle operazioni da compiere. Orienta, in tal senso, la considerazione (formulata dalla Suprema Corte) nella quale si ribadisce la necessità di consentire agli investitori di “effettuare consapevoli e ragionate scelte di investimento o disinvestimento”<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> In tal senso orientano anche le disposizioni di cui all'art. 17 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415, che ha recepito la cd. *Investment services directive* (ISD), n. 93/22/CEE. Queste sono state successivamente trasposte nel citato art. 21 del Testo unico della Finanza.

Detta costruzione ha riguardo, altresì, alla normativa regolamentare emanata dalla Consob. Secondo le disposizioni appena richiamate, infatti, l'intermediario non può dar corso ad alcuna attività di investimento per conto del cliente se non dopo aver fornito al medesimo “*informazioni adeguate* in concreto, tali cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente (stesso)”.

Alla luce di quanto precede si comprende la ragione per cui, ad avviso del Supremo Collegio, l'informativa debba risultare da “elementi obiettivi previsti dalla normativa” e, nello specifico, “dalla consegna del documento informativo predisposto dalla banca (la cd. scheda rischi)”. L'obbligo - imposto dalla regolazione ai soggetti abilitati - di astenersi dall'effettuare con o per conto della propria clientela “operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza e dimensione” si pone al centro di un *iter* valutativo che conferisce peculiare rilievo alla necessità che gli intermediari, qualora ricevano da un investitore disposizioni relative ad una operazione *non adeguata*, “lo inform(i)no di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione”. Ciò, nell'evenienza in cui l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, si traduce nell'esecuzione dell'operazione stessa “solo sulla base di un ordine impartito per iscritto” (ovvero nelle altre forme previste dalla legge, vale a dire registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente; in tale ordine deve farsi “esplicito riferimento alle avvertenze ricevute”).

Detto obbligo, ad avviso della Cassazione, non può essere disatteso né sostituito “da un'informazione orale che, per quanto corretta, non consente di superare il ragionevole dubbio in ordine alla sua *recepibilità* da parte del cliente”. Nel rappresentare ciò, tuttavia, la Corte riconosce che, *ratione temporis*,

l'adempimento summenzionato, relativo alla "consegna o meno del documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari (...) non era nella specie (...) necessario prima dell'investimento, dato che, quanto ai rapporti in corso, la Delib. Consob 25 febbraio 1997, n. 11254, (aveva) differito al 30 giugno 1998 l'obbligo di consegna di detto documento (...)".

Per converso, risulta chiara la correttezza dell'*agere* della Banca, che aveva inviato al proprio cliente la scheda rischi un mese dopo l'acquisto dei titoli oggetto della controversia; scheda regolarmente consegnata, nei termini di cui sopra si è detto, e sottoscritta dall'investitore, nonostante la mancanza (lamentata dal medesimo solo successivamente, in sede di giudizio) di ulteriori spiegazioni da parte dell'intermediario.

La ricostruzione logica seguita dalla Corte di Cassazione ruota sui profili dell'intervento che dà contenuto all'azione degli intermediari finanziari; ne qualifica la portata in chiave di rigido formalismo giuridico, da cui discende il giudizio di illegittimità delle operazioni realizzate in assenza di un preventivo *ordine scritto* del cliente. E' evidente come, in tale contesto, si trascuri di considerare che la normativa speciale non offre elementi sufficienti per addivenire ad una definizione univoca ed oggettiva del concetto di *operazione non adeguata*. La Cassazione, tuttavia, non tiene in debita considerazione tale circostanza e si concentra sulla riferibilità all'ordine impartito per iscritto dal cliente, laddove questo – pur rilevando ai fini dell'esonero da responsabilità dell'intermediario – non può ritenersi esaustivo delle verifiche riguardanti il riscontro dell'*adeguatezza* (e dei comportamenti ad essa conseguenti), né può rivestire quella valenza decisiva che la Corte sembra volerli riconoscere.

La sentenza in commento prosegue osservando che "le operazioni suggerite dovevano ritenersi (...) *assolutamente* non

adeguate alla tipologia dei clienti, avuto riguardo alla loro propensione al risparmio e alla loro conoscenza degli strumenti finanziari”; elementi, questi ultimi, con tutta evidenza ritenuti *insufficienti* ai fini di cui trattasi. Irrilevante appare, in tale contesto, la circostanza secondo cui i medesimi soggetti avessero già provveduto, in un passato estremamente recente, all’acquisto di altri titoli altamente rischiosi e avessero destinato all’operazione (oggetto della pronuncia in epigrafe) una somma rilevante a fronte di un rendimento che, con una minima conoscenza della materia finanziaria, poteva definirsi elevato. Tali rilievi non sono stati ritenuti sufficienti, da soli, a definire l’investitore come soggetto qualificato e, dunque, ad esentare l’intermediario che con esso interagisce dagli obblighi di cui all’art. 29 del citato Regol. Intermediari Consob.

A nostro avviso, invece, la condotta dell’intermediario risulta improntata alle prescrizioni normative e l’acquisto dei titoli in esame appare coerente con le caratteristiche dell’investitore interessato, in linea, cioè, con l’obbligo, che l’ordinamento riconduce in capo all’intermediario finanziario, di valutare adeguatamente il profilo di investimento del cliente (da cui discende il rischio, sostenuto dal primo, dell’operazione realizzata a seguito di una errata *profilatura* del secondo)<sup>4</sup>. Ed invero, la conclusione testé formulata ha riguardo alle considerazioni circa la *tipologia*, l’*oggetto*, la *frequenza* e la *dimensione* dell’acquisto in parola; elementi del rapporto di intermediazione finanziaria in linea con la tipologia di investitore il quale, a fronte di una perdita inattesa, chiede un risarcimento fondato non tanto su eventuali vizi del contratto, quanto sulla presunta violazione (ad opera della Banca) delle regole di condotta poste a carico dei soggetti abilitati.

---

<sup>4</sup> Al riguardo cfr. PELLEGRINI, *La prestazione dei servizi finanziari*, in AA.VV., *Gli incontri autunnali*, Seminario organizzato dal Gruppo Cabel presso la BCC di Fornacette, 27 ottobre 2007, p. 67.

4. La tematica qui dibattuta, dunque, riporta all'attenzione un problema che, da molti anni, è oggetto di un impegnativo dibattito dottrinale tuttora *in fieri*<sup>5</sup> e su cui la Cassazione (con la nota pronuncia a SS.UU. del 19 dicembre 2007, n. 26725<sup>6</sup>) si è recentemente espressa riprendendo una sua precedente posizione sul punto<sup>7</sup>.

La sentenza in esame sembra, dunque, riproporre il dualismo, già evidenziato in numerose circostanze da parte della dottrina<sup>8</sup>, fra *norme di validità* del contratto e *norme di comportamento* degli intermediari. A tal proposito inequivoca appare la posizione delle SS. UU. della Corte di Cassazione che, nella sentenza n. 26275/07, evidenzia l'impossibilità di rinvenire nel settore dell'intermediazione finanziaria "indici univoci dell'intenzione del legislatore di trattare sempre e comunque le regole di comportamento, ivi comprese quelle concernenti i doveri di informazione dell'altro contraente, alla stregua di regole di validità degli atti"; da qui le note conclusioni in ordine

---

<sup>5</sup> Si vedano, tra gli altri, CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, Investitori, Mercati*, Padova, 2008, p. 51 ss.; DOLMETTA, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte degli intermediari finanziari*, in *Contratti*, 2008, p. 80 ss.; GOBBO-SALODINI, *I servizi di investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. Comm.*, 2006, II, p. 5 ss.; MISSAGLIA, *Rassegna di giurisprudenza sulla tutela del risparmiatore*, in *Consumatori, diritto e mercato*, 2006, p. 136 ss.; LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, 1996, pp. 15 ss e 169; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 327 ss.; SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e responsabilità*, 2006, n. 8, p. 874 ss.

<sup>6</sup> Per commenti critici della sentenza della Cassazione si veda, fra gli altri, SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori: note critiche a Cassazione, (S.u.) 19 dicembre 2007, n. 26725*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), p. 5

<sup>7</sup> Cfr. Cass. 29 settembre 2005, n. 19024, in *Mondo Bancario*, 2006, n.1, p. 53 ss., con nota di LEMMA, *Violazione delle regole di condotta nello svolgimento dei servizi di intermediazione finanziaria e tutela giurisdizionale*.

<sup>8</sup> Sul punto, v. D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2002, I.

all'inapplicabilità del principio della cd. *nullità di protezione*, attivabile *ex art.* 1418 c.c.<sup>9</sup>.

5. Alla luce di quanto precede, la decisione della Corte di Cassazione sembra destinata a mantenere inalterata quella logica di *compensazione sociale*, che – in considerazione delle critiche di parte della giurisprudenza stessa e della quasi totalità della dottrina – doveva auspicabilmente vedersi superata<sup>10</sup>.

Si è in presenza, dunque, di un orientamento che si pone in contrasto con le indicazioni della stessa Cassazione a SS.UU., qui più volte richiamata; queste sembrano in linea con le più recenti statuizioni comunitarie (finalizzate a ridisegnare il percorso da seguire sulla via di una *congrua armonizzazione* della regolazione in parola). La sentenza in commento – a fronte dei numerosi indirizzi giurisprudenziali e legislativi di segno opposto - induce a ritenere che la giurisprudenza non riesca a venir fuori dalle secche di un'equivoca alternanza tra l'affermazione di una responsabilità degli intermediari fondata solo su chiare forme di inadempimento (relazionate agli obblighi che ai medesimi fanno carico) ed il recupero dei toni giurisdizionalisti che di certo mortificano l'essenza della funzione giurisdizionale.

---

<sup>9</sup> La Cassazione, con la sentenza sopra richiamata, si pone su un piano di coerenza con numerosi indirizzi giurisprudenziali, tra i quali si vedano Trib. Milano, 29 giugno 2005, n. 8671, in *Giur. Merito*, 2006, n. 3, p. 612; Trib. Milano, 20 marzo 2006, n. 3575 e 26 aprile 2006, n. 4882, in *Danno e responsabilità*, n. 8/9, 2006, rispettivamente p. 874 ss. E 876 ss., con nota di SANGIOVANNI, *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e responsabilità*, 2006, n. 8; Trib. Viterbo 7 dicembre 2004, n. 1059, in *Banca e borsa*, 2005, II, p. 679 ss., con nota di PELLEGRINI, *Brevi note sulla vexata quaestio dei bonds argentini*.

<sup>10</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Giurisdizione, diritto ed inaccettabile "compensazione sociale"*, in *Mondo bancario*, 2005, fasc. 6, p. 22 ss.; ID., *La responsabilità dell'intermediario per "solidarietà creditoria" in un orientamento giurisprudenziale in tema di prestazione di servizi finanziari*, in *Banca e borsa*, 2008, II).



Ancora una volta si auspica che la concreta applicazione del *corpus* disciplinare rappresentato dalla MiFID<sup>11</sup> possa essere di guida e di stimolo per una revisione dei caratteri cui far riferimento nella definizione degli equilibri negoziali *in subiecta materia*.

*Eleonora Venturi*

Dottoranda in Diritto degli Affari  
Università Luiss Guido Carli di Roma

---

11 Per uno studio approfondito delle disposizioni in parola si vedano CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati*, Padova, 2008; per la letteratura internazionale SKINNER, *The future of investing in Europe's markets after MiFID*, Chichester, 2007)

# I

TRIBUNALE DI MONZA

4 giugno 2008

**Intermediazione finanziaria – Contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento – Singoli contratti scritti di negoziazione – Ammissibilità.**

*In mancanza di espressa disposizione non è possibile sostenere che la conclusione di sporadici mandati di negoziazione in assenza di un contratto quadro di riferimento sia per ciò solo affetta da nullità, essendo peraltro evidente che in simili evenienze gli ordini dovranno essere necessariamente impartiti per iscritto, in ottemperanza al dettato della legge. Anche alla luce della rafforzata tutela degli investitori può quindi ancora ammettersi la possibilità di singoli mandati di negoziazione ove gli stessi siano conferiti per iscritto e fermo restando l'obbligo per l'intermediario di adempiere parallelamente ai doveri di trasparenza e di informazione posti a suo carico dal legislatore e dalla Consob.*

(D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, deliberazione Consob 1 luglio 1998, n. 11522, art. 30)

**II**

TRIBUNALE DI FORLÌ

12 settembre 2008

**Intermediazione finanziaria – Contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento – Forma scritta – Preesistenza agli ordini – Necessità – Redazione per iscritto degli ordini – Sanatoria – Esclusione.**

*Il contratto quadro di negoziazione, che deve avere forma scritta ad substantiam, deve preesistere alle operazioni di negoziazione ed è errato ritenere che il mancato rispetto di tale onere possa essere sanato dalla redazione in forma scritta di ordini di acquisto che rechino indicazione dei soli elementi dell'operazione e null'altro prevedano in ordine al carattere dei servizi di investimento con particolare riferimento alle informazioni.*

(D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, art. 23, deliberazione Consob 1 luglio 1998, n. 11522, art. 30)

**I**

[*Omissis...*]

**SVOLGIMENTO DEL PROCESSO**

Con atto di citazione ex art. 2 D. lgs. n. 5/2003, notificato in data 20.12.2006, A. e B. hanno convenuto in giudizio innanzi al Tribunale di Monza la Banca, chiedendo, in via gradata, la declaratoria di nullità, l'annullamento o la risoluzione dell'ordine

di acquisto di obbligazioni Argentina 99/10.06.02 7.125 XS0098314874-per l'ammontare di euro 20.000,00, conferito dal signor A in data 4.6.1999, con conseguente condanna della convenuta, previa retrocessione alla stessa dei titoli, alla restituzione del capitale investito, oltre agli interessi legali dal suo versamento al saldo e in subordine (in relazione alla domanda di risoluzione), al risarcimento del danno in misura pari all'importo versato, maggiorato della rivalutazione monetaria e degli interessi legali. A sostegno delle domande svolte gli attori hanno allegato:

- di essere pensionati, l'uno, A., ex dipendente ATM e, l'altra, B., precedentemente esercente attività di confezionamento di cravatte a domicilio per conto terzi, entrambi con titolo di licenza elementare;
- di essere clienti della Banca sin dal 1993, quali suoi correntisti;
- di aver da sempre impiegato i risparmi derivanti dall'attività lavorativa e, quindi, dal trattamento previdenziale in investimenti di basso profilo di rischio e, principalmente, in titoli del tesoro (BOT/CCT/BTP) ed obbligazioni bancarie, in un'ottica prudentiale e conservativa;
- di aver a tal fine aperto presso la Banca un corrente deposito cointestato per la custodia e amministrazione dei titoli identificato al n. 6590:
- che, in data 4.6.1999 il signor A., recatosi presso la sede per investire la liquidità presente sul conto corrente (pari all'importo di euro 20.000,00) in titoli di Stato, era stato consigliato dal [...], promotore finanziario alle dipendenze della convenuta, di acquistare obbligazioni dello Stato Argentino, dallo stesso presentate come titoli assolutamente sicuri, dal buon rendimento, a rischio zero, nonché a breve scadenza e, in quanto tali, di pronta redditività;

- che, persuaso dal funzionario, il signor A. era stato indotto a sottoscrivere il sopra indicato ordine di acquisto, con contestuale autorizzazione all'addebito del relativo controvalore di euro 20.000,00 sul conto corrente;
- di non aver mai sottoscritto alcun contratto di acquisto/negoziazione dei titoli, né alcun documento informativo sui rischi generali;
- di non essere mai stati interrogati in ordine alla propria propensione al rischio;
- di non avere, nel caso specifico, ricevuto alcun avvertimento in ordine all'inadeguatezza dell'operazione, né circa l'esistenza di una situazione di conflitto di interessi in capo alla Banca rispetto all'operazione d'investimento in questione.

Ciò premesso relativamente ai fatti, in punto di diritto alla Banca viene rimproverato di non aver ottemperato agli obblighi di informazione e di protezione sanciti dal T.U.F. (arti. 21 e 23 D. Lgs. n. 58/98) e dalla Consob. (artt. 26, 28, 29, 32 Delib, Consob n. 11522/1998), nonché, *in primis*, di non aver fatto previamente sottoscrivere agli attori il contratto quadro relativo alla prestazione del servizio di negoziazione, da redigersi per iscritto e da consegnarsi in copia al cliente prima di ricevere e dar corso ai singoli ordini.

La convenuta, ritualmente costituitasi in giudizio, ha eccepito, preliminarmente, l'incompetenza per territorio del Tribunale di Monza, invocando, a tal fine, l'art. 15 del contratto quadro di negoziazione, contenente elezione di foro esclusivo in favore del Tribunale di Milano, che, nella specie, dovrebbe comunque ritenersi competente in via esclusiva quale foro di residenza degli attori, in applicazione della disciplina a tutela dei consumatori.

La Banca ha, inoltre, resistito nei merito alle pretese avversarie, eccependone, innanzi tutto, la tardività, stante la mancata tem-

pesta contestazione dell'operazione, e contestandone, quindi, anche l'intrinseca fondatezza in ragione dell'asserito corretto adempimento, da parte sua, degli obblighi di informazione e di forma e considerato, inoltre, che -avuto riguardo all'epoca della sua esecuzione e al diversificato portafoglio dei clienti- l'ordine censurato non appariva inadeguato e non rispondeva, inoltre, ad interessi diretti o indiretti della Banca nell'operazione. Eccepite nel contempo anche il concorso di colpa del i sensi dell'art. 1227 c.c., per elidere o comunque ridurre la condanna risarcitoria, la convenuta, in via subordinata, ha avanzato domanda di restituzione dei titoli e delle relative cedole (percepiti per complessivi euro 2.757,06), oltre interessi legali.

[*omissis*]

#### MOTIVI DELLA DECISIONE

[*omissis*]

##### § 3.- *L'assenza del contratto quadro di negoziazione.*

Come già anticipato, nel caso di specie gli attori negano che sia mai stato fatto loro sottoscrivere il contratto quadro di negoziazione, mentre l'assunto della convenuta, secondo cui il predetto contratto sarebbe stato sottoscritto dai signori sin dal gennaio del 1992, è rimasto privo di dimostrazione.

Trattandosi di contratto da concludere per iscritto a pena di nullità (come sancito via via nel tempo dall'art. 6, comma 1, lett. e), l. n. 1/1991, dall'art. 18, comma 1°, D. Lgs. n. 415/1996 e, da ultimo, dall'art. 23, comma 1, D. Lgs. n. 58/1998), l'interrogatorio formale e la prova testimoniale al riguardo dedotti dalla Banca, per sopperire alla mancata produzione del documento, sono infatti sicuramente inammissibili ai sensi degli artt. 2733, comma secondo, e 2725 c.c. (non essendone neppure stata prospettata la perdita incolpevole).

Se, quindi, nella fattispecie esaminata la mancanza del c.d. contratto quadro di negoziazione deve considerarsi un dato defini-

tivamente acquisito, tuttavia -a giudizio di questo Tribunale- ciò non comporta automaticamente la nullità dei singoli ordini di negoziazione, ove gli stessi, come nel caso di specie, siano stati conclusi per iscritto, con indicazione degli elementi essenziali della negoziazione, ossia del tipo di operazione ("*acquistare*"), del titolo ("*Rep. Argentina J0/6/99-J0/6/2002 7,125% fisso*") e della quantità (20.000,00euro).

L'art. 18, comma primo, del D. Lgs. n. 415/1996 (vigente all'epoca della conclusione dell'ordine di negoziazione qui contestato e successivamente sostituito, con disposizione pressoché identica, dall'art. 23, comma I, del D. Lgs. n. 58/1998), si limita, invero, a stabilire che: "*I contratti relativi ai servizi previsti dal presente decreto sono redatti in forma scritta e un esemplare è consegnato ai clienti. La CONSOB, sentita la Banca d'Italia, può prevedere con regolamento che, per motivate ragioni tecniche o in relazione alla natura professionale dei contraenti, particolari tipi di contratto possano o debbano essere stipulati in altra forma. Nei casi di inosservanza della forma prescritta, il contratto è nullo*".

Con la predetta disposizione il legislatore ha imposto per i contratti relativi ai servizi di intermediazione finanziaria, ivi inclusi quelli di negoziazione, l'obbligo di forma scritta, sanzionando la sua eventuale inosservanza con la nullità. La Consob, nel dare attuazione al precetto di legge, ha correttamente inteso che l'obbligo di forma scritta si riferisce in prima istanza al c.d. "contratto quadro", ossia al contratto destinato a regolamentare nel tempo i servizi d'investimento fomenti dall'intermediario al cliente.

Ciò si evince dal riferimento dell'obbligo di forma scritta ai contratti relativi alla prestazione dei servizi d'investimento e non già alle singole operazioni poste in essere in attuazione del predetto servizio.

Coerentemente con tale impostazione la fonte secondaria dispone che le modalità di conferimento degli ordini e delle istruzioni devono essere indicate nel contratto quadro d'intermediazione finanziaria, il quale assurge a mandato generale con contenuti tipicamente normativi rispetto ai successivi mandati a negoziare conferiti di volta in volta dal cliente (cfr. art. 7 deliberazione Consob n. 10943/1997 e art. 30 della deliberazione Consob n. 11522/1998 attualmente vigente). Va a questo punto osservato che, se è che il regolamento Consob, nel disporre che *"gli intermediari autorizzati non possono fornire servizi di investimento se non sulla base di un apposito contratto scritto"*, configura il contratto quadro come presupposto indefettibile delle successive operazioni di negoziazione, nondimeno -in assenza di una previsione espressa in tale senso non rinvenibile né nella fonte primaria né in quella secondaria- non è possibile affermare che la conclusione di sporadici mandati di negoziazione in assenza di un contratto quadro di riferimento sia per ciò solo affetta da nullità, essendo peraltro evidente che in simili evenienze gli ordini dovranno essere necessariamente impartiti per iscritto, in ottemperanza al dettato della legge.

Anche alla luce della rafforzata tutela degli investitori, introdotta nel tempo dalla legislazione in materia di intermediazione finanziaria (L. n. 1/1991, dal D. Lgs. n. 415/1996 e dalla legge n. 58/1998), può quindi ancora ammettersi la cittadinanza di singoli mandati di negoziazione, ove gli stessi siano conferiti per iscritto e fermo restando l'obbligo, per l'intermediario, di adempiere parallelamente ai doveri di trasparenza e di informazione posti a suo carico dal legislatore e dalla Consob.

Va, infine e solo per inciso, evidenziato che l'interpretazione prospettata dagli attori, ove accolta e portata alle sue coerenti conseguenze, condurrebbe alla caducazione di tutte le operazioni di negoziazione poste in essere nel corso del rapporto (e,



quindi, anche degli investimenti dall'esito proficuo), in quanto, sebbene la nullità possa essere fatta valere solo dal cliente (art. 18 D. Lgs. n. 415/1996), ciò non significa che sia in sua facoltà scegliere quali ordini porre nel nulla secondo il suo interesse. Una simile applicazione della normativa si porrebbe infatti in palese contrasto con i principi di correttezza e buona fede.

§ 4.- *L'inadempimento degli obblighi di informazione.*

L'art 6 della deliberazione Consob n. 10943 del 1997 (qui applicabile *ratione temporis*) recita: "1. *Gli intermediari autorizzati si astengono dall'effettuare per conto degli investitori operazioni non adeguate per tipologia, oggetto, frequenza o dimensioni.* 2. *Ai fini di cui al comma 1, gli intermediari autorizzati tengono conto delle informazioni di cui all'art. 5 e di ogni altra informazione disponibile in relazione ai servizi prestati.* 3. *Gli intermediari autorizzati, quando ricevono da un investitore disposizioni relative ad una operazione non adeguata, lo informano di tale circostanza e delle ragioni per cui non è opportuno procedere alla sua esecuzione. Qualora l'investitore intenda comunque dare corso all'operazione, gli intermediari autorizzati possono eseguire l'operazione stessa solo sulla base di un ordine impartito per iscritto ovvero, in caso di ordini telefonici, registrato su nastro magnetico, in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute".*

Nel caso di specie le prescrizioni sopra riportate sono state disattese.

La convenuta, non avendo a disposizione esplicite dichiarazioni dei clienti in ordine all'esperienza in materia di strumenti finanziari, agli obiettivi d'investimento ed alla propensione al rischio, avrebbe dovuto agire con particolare cautela, considerando gli

attori come investitori non esperti e con basso profilo di rischio, salvo che dalla loro pregressa operatività o da altri dati in suo possesso non fosse possibile pervenire ad una diversa conclusione.

Nella fattispecie esaminata, l'esame dell'estratto conto titoli dei coniugi relativo al periodo in cui è stato posto in essere l'ordine di negoziazione per cui è causa (dal 1.1.1999 al 30.6.1999), lungi dal rivelare una particolare esperienza o propensione al rischio degli attori, conferma che le loro intenzioni di investimento erano di tipo fondamentalmente conservativo.

All'epoca il loro portafoglio era infatti composto, in misura nettamente prevalente, da titoli obbligazionari (per il valore complessivo di euro 56.807,36, dedotte le obbligazioni dello Stato Argentino) e, in particolare, da titoli di Stato (BOT-BTP), obbligazioni della stessa BCC ed altre emissioni obbligazionarie a lungo termine (Council 97/22.5.07 8.25% - BEI 98/15.2.20018 5,5%, Deutsche F. 98/26.2.08), la cui redditività risulta legata non già all'intrinseca rischiosità dei titoli, ma alla durata dell'investimento.

La presenza di 5.000 azioni ordinarie Montedison non vale certo a modificare la valutazione sopra espressa, trattandosi d'investimento azionario in linea con la bassa propensione al rischio propria del piccolo risparmiatore.

Per contro le obbligazioni dello Stato Argentino sono state sempre classificate dalle principali agenzie internazionali di *rating* come titoli di natura speculativa (ossia della categoria "*non investment grade*") e, pur essendo all'epoca ancora collocati all'interno della migliore tra le categorie speculative (Ba3 Moody's - BB Standard and Poor's e Fitch), presentavano, comunque, sin dalla loro emissione un rilevante grado di rischio di perdita del capitale.

Va, in particolare, evidenziato che il predetto *rating*, confermato nel febbraio del 1999 con previsioni negative, nel giugno del 1999 era sotto osservazione e nell'ottobre del 1999 (ossia pochi mesi dopo l'ordine per cui è causa) ha subito il primo declassamento da parte della Moody's (la relativa notizia può ritenersi ormai di pubblico dominio, in quanto riferita dalla Consob alla Commissione Finanze della Camera dei Deputati nell'ambito dell'audizione informale del 27.4.2004 circa "*La diffusione in Italia di Obbligazioni Pubbliche Argentine*").

In tale contesto, la Banca avrebbe pertanto dovuto segnalare al signor A. l'inadeguatezza dell'operazione in relazione non tanto alla sua dimensione, quanto piuttosto al suo oggetto, ossia alla tipologia dei titoli acquistati che, pur essendo obbligazioni statali, non potevano certo essere assimilati ai titoli dello Stato italiano,

essendo emessi da Paese c.d. Emergente e, conseguentemente, connotati da un apprezzabile rischio di mancato recupero del capitale, proprio degli investimenti speculativi.

Nel modulo d'ordine in atti non è dato rinvenire siffatto avvertimento e tale carenza non può certo essere colmata mediante la prova orale articolata dalla convenuta, in quanto lo stesso deve essere necessariamente dato per iscritto.

La Banca si è quindi resa inadempiente agli obblighi sulla stessa gravanti *ex lege* nella prestazione del servizio di negoziazione.

Come da ultimo chiarito dalle S.U. della Cassazione nella sentenza n. 26724/2007, anche in materia di intermediazione finanziaria la violazione delle cosiddette "norme di comportamento", quali sono quelle qui considerate, non comporta la nullità del contratto, in difetto di una previsione espressa in tal senso da parte del legislatore, ma genera piuttosto responsabilità risarcitoria per inadempimento contrattuale e può giustificare

l'eventuale risoluzione del contratto ove ricorrano gli estremi di gravità richiesti dall'art. 1455 c.c. (in senso conforme già Cass. n. 19024/2005).

Nel caso di specie l'inadempimento è senz'alto da considerarsi di rilevante importanza, non essendovi elementi per affermare ed anzi dovendosi escludere alla luce dei pregressi investimenti, che il signor A, ove esplicitamente avvertito dell'inadeguatezza dell'operazione al suo profilo di rischio, si sarebbe comunque

determinato ad impartire il relativo ordine.

Considerato che l'inadempimento dell'intermediario preclude al cliente di procedere all'investimento con il corredo di informazioni necessario perché la relativa decisione possa dirsi assunta con piena consapevolezza, è impossibile configurare a carico di quest'ultimo un concorso di colpa.

Il mandato d'acquisto va, pertanto, risolto per inadempimento della convenuta, con conseguente piena *restituito in integrum* degli attori che, in forza dell'art. 1458 c.c., hanno diritto, come da domanda, alla restituzione, da parte della Banca, della somma di euro 20.000,00, versata per l'acquisto dei titoli, oltre agli interessi dal relativo addebito in conto corrente (ossia dal 10.6.1999) sino al saldo.

Trattandosi di credito originariamente pecuniario, anche se l'obbligo restitutorio è originato dall'inadempimento della controparte, la rivalutazione monetaria non può invece essere automaticamente riconosciuta a titolo di maggior danno, in quanto l'interesse legale è già di per sé normalmente idoneo a coprire il danno subito per il ritardato recupero del capitale investito, ove non sia dimostrato che l'attore sarebbe stato in grado di investire con una maggiore redditività.

In accoglimento della domanda riconvenzionale svolta in via subordinata dalla Banca, gli attori sono a loro volta tenuti a re-

stituire alla convenuta i titoli e le cedole percepite che, come risulta dagli estratti conto prodotti dalla Banca [...], risultano pari a complessivi euro 2.669.96, di cui euro 1.425,00 accreditati il 13.6.2000 ed euro 1.244,96 il 12.6.2001, con gli interessi dai relativi accrediti sino al saldo (cfr. Cass. n. 95/2135, secondo la quale "nel caso in cui la prestazione ricevuta abbia avuto per oggetto una cosa fruttifera, ciascun contraente, indipendentemente dalle inadempienze a lui eventualmente imputabili, ha l'obbligo di restituire i frutti (naturali e civili) percepiti"; nello stesso senso v. anche Cass. n. 4465/1997 e 5143/1987).

La retrocessione delle cedole non può che avvenire al netto degli oneri fiscali, in quanto, per effetto della risoluzione, gli stessi avrebbero dovuto essere versati dalla convenuta che, pertanto, non può ripetere dal cliente il corrispondente importo.

Le spese processuali -in applicazione del principio di soccombenza- si pongono a carico della convenuta nella misura di cui al dispositivo.

#### P.Q.M

Il Tribunale di Monza, sez. I civile, in composizione collegiale, ogni diversa domanda, istanza ed eccezione disattesa o assorbita, definitivamente pronunciando nella causa R.G. n. 13785/2006 promossa da A e B contro la Banca nel contraddittorio delle parti, così provvede:

- 1) rigetta l'eccezione d'incompetenza per territorio sollevata dalla convenuta;
- 2) dichiara la risoluzione per inadempimento della convenuta del mandato di acquisto di obbligazioni "Argentina 99/30.06.02 7.125 XS0098314874" conferito da lin data 4.6.1999;
- 3) condanna la convenuta a restituire agli attori la somma di euro 20.000,00, oltre interessi legali dal 10.6.1999 al saldo;
- 4) condanna gli attori a restituire alla convenuta i titoli oggetto di negoziazione, nonché la somma di complessivi euro

2.669,96, pari alle cedole percepite, oltre interessi legali dall'epoca dei relativi accrediti in conto corrente, come meglio indicati in motivazione, sino al saldo;

5) condanna la convenuta a rifondere agli attori le spese processuali, liquidate in euro 420,00 per esborsi, euro 1.476,00 per diritti, euro 2.400,00 per onorari ed euro 484,50 per rimborso spese generali ex art. 14 t.f.. oltre CPA e IVA.

Monza, 22.5.2008.

## II

[*omissis*]

### SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Con atto di citazione ritualmente notificato e convenivano in giudizio [CASSA DI RISPARMIO s.p.a.] al fine di sentir pronunciare, alternativamente, la nullità, l'annullamento o la risoluzione del contratto di acquisto di titoli obbligazionari emessi dalla Repubblica Argentina per € 12.911,42, concluso con la convenuta nel febbraio 1998, ed adottare ogni conseguente statuizione di condanna.

Premessa, infatti, la circostanza dell'intervenuto *default* del titolo, esponevano di non aver ricevuto, né all'atto dell'acquisto né successivamente, alcuna informazione sui caratteri dell'investimento, in specie con riferimento alle sue caratteristiche di intrinseca rischiosità.

Lamentavano inoltre di aver richiesto alla convenuta, dopo il *default* dei titoli, copia del cd. contratto-quadro per la negoziazione di strumenti finanziari, ricevendone una successiva di quattro anni all'operazione in questione; da tanto, conseguentemente, faceva discendere la nullità della negoziazione in questione invocando il disposto di cui all'art. 23 T.U.F. Si costituiva la convenuta contestando ogni assunto avversario a fonda-

mento delle petizioni di invalidità o risolubilità del contratto; a tale riguardo, evidenziava che:

- Gli attori erano stati debitamente informati delle caratteristiche di rischiosità del titolo, cui nulla avevano obiettato essendo propensi ad operazioni rischiose, come dimostrava il percorso storico dei loro investimenti;
- I termini dell'operazione erano stati, in ogni caso, loro compiutamente illustrati;
- Le caratteristiche dell'investimento effettuato risultavano inoltre da una nutrita documentazione (in particolare; documento sui rischi generali, foglio di informazioni relative ai servizi di investimento);
- Alla data di perfezionamento dell'ordine non era prevedibile il *default* dei titoli obbligazionari argentini.

Sulla base di tali argomenti la convenuta chiedeva dunque il rigetto della domanda.

Dopo il contraddittorio cartolare di rito, il Collegio fissava udienza di discussione senza dar luogo ad incumbenti istruttori ed all'esito tratteneva la causa in decisione.

#### MOTIVI DELLA DECISIONE

La domanda è fondata e merita accoglimento per quanto di ragione. Osserva al riguardo il Collegio che dal novero degli argomenti posti dagli attori a fondamento della loro pretesa una questione, quella concernente il cd. contratto-quadro, abbia carattere dirimente e vada perciò esaminata con precedenza.

Sul punto, le contrapposte posizioni possono essere sunteggiate nei termini che seguono.

L'attrice, dando atto della mancanza di tale contratto all'epoca del perfezionamento, poiché è in atti una sola copia risalente all'anno 2002, ne deduce la nullità per difetto di forma scritta all'epoca dell'acquisto, con ogni conseguente effetto in punto all'operazione in questione.

La convenuta non svolge specifiche difese sull'argomento, e tuttavia pare dedurre l'irrilevanza poiché assume d'aver in ogni caso *aliunde* adempiuto agli obblighi connessi alla sua posizione di intermediario.

Ora, osserva, il Collegio che la questione sollevata dagli attori ha certamente valenza decisiva, poiché ove fondata comporterebbe la declaratoria di nullità del contratto di negoziazione dedotto in lite, senza, necessità di disamina delle altre questioni prospettate.

E invero, in fatto quanto affermato dagli attori-trova conferma dalla documentazione di causa; risulta, infatti, ch'essi acquistarono i titoli argentini il 25.2.1998 (docc. 1-2 attorei), mentre il cd. contratto-quadro reca data successiva di circa quattro, anni (doc., 6 di parte convenuta). Ciò posto, in diritto è pacifico che il contratto-quadro di negoziazione deve rivestire forma scritta *ad substantiam actus*, siccome previsto dall'art. 18 d.lgs. 415/96 (vigente all'epoca della negoziazione) con disposizione poi trasfusa nell'art. 23 T.U.F.; ed è altrettanto, pacifico, e questo Ufficio non ha mancato di rilevarlo in precedenti statuizioni, che il contratto reso per iscritto deve preesistere alle negoziazioni, poiché in caso contrario ne resterebbe frustrata la funzione regolatrice del complessivo rapporto.

Ciò posto, non sfugge al Tribunale che talune corti di merito hanno sostenuto che la mancanza del contratto-quadro non comporterebbe automaticamente la nullità dei singoli ordini di negoziazione ove gli stessi, come nel caso di specie, siano stati conclusi per iscritto con indicazione degli elementi essenziali della negoziazione, ossia del tipo di operazione, del titolo e della quantità acquistata in termini di controvalore monetario; tale assunto, però, non merita di essere condiviso. In tal senso, è opportuno premettere alcune considerazioni in ordine alla natura ed alla funzione del contratto-quadro.



Invero, la previsione di forma scritta *ad substantiam* di cui all'art. 23 T.U.F. non si fonda su ragioni di intrinseco formalismo o su esigenze di certezza del rapporto; come infatti ritenuto dalla prevalente giurisprudenza e dalla migliore dottrina (che parlano di "*forma funzionale all'informazione*"), essa è invece volta alla protezione del risparmiatore, ovviando alla sua intrinseca debolezza conoscitiva. Prova ne sia il fatto che il Reg. Consob 11522, che attribuisce specificità e puntualità al contenuto precettivo del T.U.F., contiene previsioni relative al contenuto del dovere informativo dell'operatore che, secondo l'interpretazione ormai comunemente accolta, non è più attinente alla fase anteriore alla formazione del contratto ma è fatta oggetto di obblighi inerenti la prestazione contrattuale.

Il legislatore ha dunque previsto che i servizi di investimento siano necessariamente prestati nell'ambito di un regolamento contrattuale di tipo normativo che disciplini le modalità da osservare nella conclusione delle singole, successive operazioni ad esso collegate.

Quanto alla ricostruzione sistematica di tale complessivo rapporto negoziale, il Tribunale ritiene - con la prevalente giurisprudenza di merito - di assimilarlo al rapporto di mandato: l'incarico, con il quale è definito il contenuto delle attività commissionate, viene conferito al momento della conclusione del contratto-quadro e le singole operazioni d'investimento e disinvestimento assumono il valore di atti esecutivi e attuativi dell'incarico.

È dunque il contratto quadro la principale fonte dei rispettivi diritti e doveri, tant'è che tutti gli obblighi di comportamento che l'intermediario deve osservare quanto all'informazione nascono già al momento in cui viene perfezionato il contratto normativo, di cui essi sono parte integrante in base a quanto disposto dall'art. 1374 c.c..

Non a caso, la giurisprudenza afferma costantemente che gli ordini d'acquisto successivi al contratto-quadro, donde non sorgono in capo alle parti gli effetti obbligatori che presiedono all'intero rapporto, non devono gestire la forma scritta prevista dall'art. 23 T.U.F., e che tale onere le parti possono solo (eventualmente) prevedere ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 1352 c.c.

È errato, pertanto, ritenere che il mancato rispetto di tale onere possa in certa misura esser sanato dalla redazione in forma scritta di ordini d'acquisto che rechino indicazione dei soli elementi dell'operazione e null'altro prevedano in ordine al carattere dei servizi d'investimento, ed in particolare alle informazioni a questi correlate in ragione delle loro diverse tipologie, come definite dall'art. 5 T.U.F., poiché così facendo si viola lo scopo della norma, riconducendola- nella sostanza- ad un precetto senza funzione.

Né può ritenersi, così come opinato dalla convenuta, che le particolari condizioni soggettive degli attori rendessero superfluo l'adempimento agli obblighi informativi, trattandosi di questione che afferisce al piano dell'esecuzione del rapporto- cioè all'adempimento del contratto- e non alla validità dello stesso.

Peraltro, e per completezza, sul punto il Collegio osserva che la convenuta fonda tale assunto essenzialmente sul rilievo del fatto (cfr. doc. 7 Carisp) che gli attori, all'atto della sottoscrizione, dichiararono di avere una "media propensione al rischio" e- barrando l'apposita casella su modulo prestampato rifiutarono di fornire informazioni sulla loro esperienza finanziaria e sui loro obiettivi di investimento.

Ebbene, la giurisprudenza condivisa da questo Ufficio ha da tempo chiarito che la banca non è esentata dall'adempimento ai propri obblighi informativi per il sol fatto che il risparmiatore ha dichiarato di possedere certe caratteristiche, peraltro sotto-

scrivendo la modulistica d'uso; tale dichiarazione, infatti, dev'essere corroborata da elementi di positivo ed obiettivo riscontro e non è di per sé sola sufficiente ad esonerare l'intermediario dal rispetto dei doveri di informazione e di protezione dell'investitore.

Diversamente opinando, infatti, si verrebbe ad ammettere che i diversi *standard* di comportamento degli intermediati e l'eventuale applicazione di uno statuto protezionistico in favore degli operatori non qualificati sia fondata non sull'obiettiva "qualità ed esperienza professionale" degli investitori, bensì su di un giudizio reso da questi, vale a dire da coloro le cui qualità dovrebbero invece essere verificate dalla banca.

Dunque, poiché all'epoca del perfezionamento dell'ordine non risultava concluso un valido contratto per iscritto, va accolta l'eccezione di nullità Rilevata da parte attrice.

Il carattere assorbente di tale statuizione, come si è detto, rende superflua la disamina delle ulteriori questioni dedotte in lite.

Alla declaratoria di nullità consegue il diritto degli attori di ripetere quanto versato a corrispettivo dell'acquisto, con gli interessi al saggio legale dalla negoziazione al saldo e detratte le cedole *medio tempore* percepite per evitare un'indebita *overcompensation*, fermo altresì l'obbligo di restituzione dei titoli

La convenuta va altresì condannata a rifondere agli attori le spese di lite, che si liquidano in dispositivo.

P.Q.M

Il Tribunale, definitivamente decidendo nella causa promossa da [...] contro [...], ogni contraria domanda, istanza ed eccezione disattesa, in accoglimento della domanda per quanto di ragione, dichiara la nullità del contratto di acquisto di titoli obbligazionari argentini reso tra gli attori e la banca - convenuta; condanna la convenuta a restituire agli attori l'importo di €12.911,42 percepito a titolo di corrispettivo, con gli interessi

come in motivazione e detratte le cedole *medio tempore* incassate dagli attori, ferma la restituzione dei titoli; pone a carico della convenuta le spese

*IL PROBLEMA DELLA FORMA DEI CONTRATTI  
RELATIVI ALLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO.*

1. Le sentenze in epigrafe si inseriscono nell'alveo dell'ormai copiosa giurisprudenza relativa alla violazione delle norme che regolano la prestazione dei servizi di investimento.

Le vicende sottoposte all'esame dell'organo giudicante sono pressoché identiche nei due casi. La negoziazione di strumenti finanziari (*bonds* argentini) era avvenuta in assenza di un precedente "contratto quadro"; donde la pretesa restitutoria degli investitori-attori, incentrata sull'asserita nullità dell'ordine di acquisto, *ex art. 23, co. 1, T.U.F.* In via subordinata, gli attori lamentano la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario convenuto (art. 21 T.U.F.), chiedendo la risoluzione del contratto e la restituzione delle somme versate.

Entrambe le sentenze accolgono la domanda restitutoria, ma a diverso titolo. Il Tribunale di Monza ha, infatti, rigettato la domanda principale di nullità per difetto di forma e ha accolto quella subordinata di risoluzione per grave inadempimento. Il Tribunale di Forlì, per contro, ha accolto la domanda principale, dichiarando, di conseguenza, assorbita la domanda subordinata.

La possibilità di ottenere la risoluzione del contratto adducendo la violazione delle regole di condotta di cui all'art. 21 T.U.F. è affermata dalla giurisprudenza di gran lunga prevalente ed è accolta, pur se con talune riserve, dalla dottrina maggioritaria. A seguito della nota pronuncia delle Sezioni Unite, può

dirsi, in effetti, che l'azione di risoluzione costituisca, ormai, la *via brevis* per l'investitore che intenda agire in restituzione, sempre che, evidentemente, non ricorrano vizi genetici che giustifichino una domanda di annullamento<sup>1</sup>.

Il problema della nullità per difetto di forma sembra meritevole di qualche ulteriore riflessione, anche in considerazione del perdurante contrasto nella giurisprudenza di merito, sebbene di gran lunga maggioritaria sia la tesi che ravvisa nella stipulazione di un contratto quadro in forma scritta un requisito per la valida conclusione dei successivi contratti aventi a oggetto strumenti finanziari.

---

<sup>1</sup> Il riferimento è alla nota sentenza di Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 (ma si tratta, a rigore, di due sentenze "gemelle", nn. 26724 e 26725), che si legge, fra l'altro, in *Giurisprudenza italiana*, 2008, p. 353, con nota di COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle sezioni unite: chiose, considerazioni, e un elogio dei giudici*; in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2008, I, p. 691 ss., con nota di MAZZINI, *L'ambito applicativo della nullità virtuale e gli obblighi di astensione dell'intermediario nella sentenza delle Sezioni Unite*, e in *Danno e responsabilità civile*, 2008, p. 525 ss. (dove si cita), con nota di ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*. Sulle problematiche connesse all'applicazione dei rimedi civilistici nel caso di violazione delle regole di condotta da parte degli intermediari cfr. ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento (ovvero l'ambaradan dei rimedi contrattuali)*, in *Contratto e impresa*, 2005, p. 896 ss.; PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Rivista delle Società*, 2005, p. 1017 ss.

Quest'ultimo Autore, peraltro, esprime perplessità in merito al rimedio della risoluzione; perplessità, da ultimo, ribadite, proprio con riferimento alla menzionata sentenza delle Sezioni Unite. Cfr. PERRONE, *La responsabilità degli intermediari: tutela del risparmiatore incolpevole o «copertura assicurativa» per investimento sfortunato?*, in *Banca Impresa Società*, 2008, p. 398, nota 25. Il rimedio della risoluzione, in effetti, ha destato qualche imbarazzante dottrina, per la difficoltà di conciliare la violazione di obblighi *pre-contrattuali* con un rimedio che riguarda il profilo patologico del *successivo* rapporto. Sul punto cfr., su posizioni diverse, ROPPO, *La tutela dei risparmiatori fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & Tango bond)*, in *Danno e responsabilità*, 2005, p. 628; ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in *I soldi degli altri*, a cura dello stesso Perrone, Milano, 2008, p. 45 ss. Per un'ampia rassegna ragionata dei principali orientamenti dottrinali e giurisprudenziali sul punto cfr. INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di Inzitari, Padova, 2008, spec. p. 159 ss.

Non sempre limpido appare, tuttavia, il percorso argomentativo che conduce alla soluzione sopra sintetizzata<sup>2</sup>.

Nella sentenza del Tribunale di Monza si afferma che la pur riscontrata assenza del contratto quadro non comporta automaticamente la nullità dei singoli ordini di negoziazione, purché questi siano stati redatti per iscritto e rechino gli “elementi essenziali della negoziazione”, consistenti nel “tipo di operazione” (nel caso di specie: acquisto), nel titolo (*i.e.*, lo strumento finanziario negoziato) e nella “quantità”.

Il Tribunale non nega che la legge<sup>3</sup> imponga la forma scritta per i contratti relativi ai servizi di investimento, sanzionando il difetto di forma con la nullità (relativa). La locuzione “contratti relativi ai servizi di investimento” dovrebbe essere riferita al c.d. contratto quadro, destinato a regolare nel tempo i servizi di investimento che saranno forniti dall’intermediario al

---

<sup>2</sup> In giurisprudenza, in effetti, la frequente statuizione della necessità di un contratto quadro coesiste con una diffusa incertezza in merito alla stessa nozione del contratto in questione, talora del tutto genericamente identificato con quel contratto “con il quale l’istituto di intermediazione riceve dal cliente l’incarico generale di curare l’allocazione del proprio patrimonio mobiliare” (Trib. Asti, 29 marzo 2007, in *Corriere del merito*, 2007, p. 1023). In dottrina cfr. PROSPERI, *Violazione degli obblighi di informazione nei servizi di investimento e rimedi contrattuali (a proposito di Cass, sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 26725)*, in *Contratto e impresa*, 2008, p. 944, muovendo dalla convinzione che il contratto quadro sia assimilabile al mandato, sulla scia di GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell’investitore all’intermediario*, *ivi*, 2005, p. 889 ss. Alle medesime conclusioni pervengono, da ultimo, INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, *cit.*, p. 13, ma muovendo dall’assunto di una insufficienza “strutturale” dei singoli ordini a integrare gli elementi essenziali del contratto.

Questo inquadramento dogmatico, peraltro, non è per nulla pacifico in dottrina ed è stato contestato già nel vigore della l. n. 1/91. Cfr., ad esempio, le riflessioni di CASTRONOVO, *Il diritto civile della legislazione nuova. La legge sull’intermediazione mobiliare*, in *Banca e Borsa*, 1993, I, p. 300 ss. Sul punto cfr., *amplius*, LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 106 ss.

<sup>3</sup> L’art. 18 d. lgs. n. 415/96 (c.d. Decreto Eurosim), in vigore all’epoca dei fatti, il cui contenuto corrisponde, *in parte qua*, a quello dell’art. 23 T.U.F., nella versione ante-recepimento della Direttiva MiFID.

cliente. E in tal senso si sarebbe indirizzata la Consob con il regolamento di attuazione<sup>4</sup>.

I “contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento”, in altri termini, sarebbero quei contratti che *disciplinano l'attività* degli intermediari nei confronti dei clienti, non anche (i contratti che danno veste giuridica al)le singole operazioni di investimento o di disinvestimento, poste in essere *nello svolgimento* dell'attività e *in attuazione* del c.d. contratto quadro<sup>5</sup>. Quest'ultimo verrebbe in tal modo ad “assurgere a mandato generale con contenuti tipicamente normativi rispetto ai successivi mandati a negoziare conferiti di volta in volta dal cliente”<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Il riferimento è, *ratione temporis*, all'art. 7 della deliberazione Consob n. 10943/1997. Successivamente, si vedano l'art. 30, regolamento n. 11522/98, e, attualmente, l'art. 37, regolamento n. 16190/07. Al riguardo si segnala, altresì, l'importante Comunicazione N. DIS 5055217 del 3 agosto 2005, nella quale la Consob ha precisato che “la forma scritta è richiesta per i contratti quadro disciplinanti la prestazione dei servizi d'investimento, mentre per il conferimento dei singoli ordini di compravendita, rilasciati dagli investitori, non è prescritto un particolare requisito di forma. Così, ad esempio, risulta la piena conformità alla normativa di riferimento (come espressamente confermato dagli articoli 27 e 29 del Regolamento 11522/1998) di un ordine impartito telefonicamente”. Sul punto cfr., in termini dubitativi, ROVITO – PICARDI, *sub art. 23*, in *Testo Unico della Finanza. Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, Torino, 2002, I.

<sup>5</sup> In precedenza, cfr., in termini pressoché identici, Trib. Venezia, 11 luglio 2005, p. 3 (del dattiloscritto, reperibile nel sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it)).

<sup>6</sup> Il ragionamento sintetizzato nel testo rispecchia solo parzialmente la posizione dottrinale sopra ricordata (nt. 2), la quale vede sì nel c.d. contratto quadro un mandato, ma – coerentemente – inquadra le successive operazioni in termini di atti esecutivi di quello che, allora, risulta essere l'unico contratto concluso fra intermediario e cliente. Cfr. GALGANO, *I contratti di investimento e gli ordini dell'investitore all'intermediario*, cit., p. 893, ove la precisazione che “l'ordine del cliente alla banca è un atto unilaterale esecutivo del mandato, non già una proposta contrattuale del cliente alla banca, e non richiede alcuna accettazione della banca diretta a perfezionare una asserita compravendita”. Per un recente richiamo al mandato, a proposito del contratto di negoziazione, cfr. Cass., 17 febbraio 2009, n. 37703 (inedita), § 3.1, ove la precisazione che le operazioni compiute dall'intermediario per conto del cliente “benché possano a loro volta consistere in atti di natura negoziale, costituiscono pur sempre il momento attuativo del precedente contratto di intermediazione” (il c.d. contratto quadro).

Non di meno, l'assenza del contratto quadro – pure ritenuto “presupposto indefettibile delle successive operazioni di negoziazione” – non comporterebbe la nullità del singolo “mandato di negoziazione”, in assenza di una previsione espressa nella disciplina di rango primario e secondario e sempre che il singolo “mandato” sia conferito per iscritto. L'intermediario non sarebbe, per questo, esentato dal rispetto degli obblighi di trasparenza e di informazione, ma la violazione di questi obblighi inciderebbe esclusivamente sul rapporto, giustificando la domanda di risoluzione.

A diverse conclusioni perviene la sentenza del Tribunale di Forlì, che ritiene indispensabile la presenza di un “contratto quadro” *preesistente* alle singole operazioni di investimento, perché queste possano avere un valido titolo giuridico.

Il percorso argomentativo della sentenza muove dalla assimilazione del contratto quadro al paradigma del mandato; donde la natura di meri atti esecutivi delle singole operazioni di dis/investimento, per le quali non sarebbe richiesto il rispetto di una forma *ad substantiam*.

In questo contesto, sarebbe inconcepibile una “sanatoria” successiva del (vizio conseguente al) mancato rispetto del “regolamento contrattuale di tipo normativo” imposto dal legislatore, mediante la stipulazione di singoli contratti aventi a oggetto l'acquisto (o la vendita) di strumenti finanziari. E ciò in quanto il Testo Unico avrebbe imposto un requisito di forma per la “protezione del risparmiatore, ovviando alla sua intrinseca debolezza conoscitiva”.

Ammettere la validità del “contratto isolato” – pure rivestito della forma solenne, ma privo delle informazioni relative alla prestazione dei servizi di investimento – significherebbe, infatti, violare lo scopo dell'art. 23 T.U.F., “ric conducendolo – nella sostanza – ad un precetto senza funzione”.



Pur pervenendo a conclusioni dissimili (in punto di diritto) le sentenze in commento sono accomunate dall'assunto di partenza, secondo cui il Testo Unico contempla il "contratto quadro", stabilendo un requisito di forma per la sua conclusione. Il Tribunale di Forlì, tuttavia, compie un passaggio ulteriore, individuando nel contratto quadro una *cornice normativa* indispensabile per la successiva operatività in strumenti finanziari, ai fini della *validità* dei singoli atti di investimento. Il Tribunale di Monza, per contro, si arresta dinanzi alla constatazione del principio generale di libertà delle forme, in mancanza di una norma che commini espressamente la sanzione della nullità (per l'insussistenza del contratto quadro).

L'affermazione secondo cui l'art. 23 T.U.F. regola il contratto quadro non sembra trovare, in realtà, un riscontro testuale nella norma di legge, che parrebbe limitarsi a imporre un requisito di forma dei contratti che gli intermediari stipulano nella prestazione dei servizi di investimento, autorizzando la Consob a stabilire, con regolamento, una "forma diversa", a determinate condizioni<sup>7</sup>. La sanzione per l'inosservanza del precetto, inoltre, lascia trasparire l'intento di proteggere una parte soltan-

---

<sup>7</sup> Più precisamente, l'art. 23 T.U.F. dispone che devono essere redatti per iscritto i contratti *relativi* alla prestazione dei servizi di investimento. Il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164 – di recepimento della Direttiva MiFID – ha escluso questo requisito di forma per il servizio di consulenza in materia di investimenti. La locuzione "relativi alla prestazione", in effetti, presenta margini di ambiguità, potendo senz'altro essere intesa nel senso di contratti che *disciplinano la (futura) prestazione* dei servizi di investimento, secondo l'interpretazione prevalente fra gli interpreti e avallata anche dalla Direttiva MiFID (*infra*, nota 22). Sul punto cfr. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007, spec. pp. 257 ss. e 343 ss.

Il tenore letterale della disposizione, peraltro, non è incompatibile con un'interpretazione "minimalista", che desuma dal precetto esclusivamente l'obbligo di redigere per iscritto i contratti stipulati *in occasione* della prestazione dei servizi di investimento, da parte dei soggetti ai quali questa attività è riservata. Certo è che, come si osserva nel testo, la legge *non* prevede un *contenuto minimo necessario* dei contratti in esame, neanche in virtù di un rinvio alla disciplina secondaria. Ma per una diversa valutazione cfr. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., p. 112, ove il riferimento a una "delega legislativa" alla Consob.

to del contratto, l'investitore, al quale spetta la legittimazione esclusiva a far valere il vizio<sup>8</sup>.

Diversa la soluzione presente nella abrogata legge n. 1/91, che, in effetti, imponeva agli intermediari di “stabilire i rapporti con il cliente stipulando un contratto scritto nel quale siano indicati la natura dei servizi forniti, le modalità di svolgimento dei servizi stessi e l'entità e i criteri di calcolo della loro remunerazione, nonché le altre condizioni particolari convenute con il cliente” (art. 6, co. 1, lett. c)<sup>9</sup>. Il legislatore taceva, peraltro, in merito alle conseguenze derivanti dalla violazione del precetto; il che aveva suscitato un vivace dibattito in dottrina, circa la riconducibilità della norma al novero delle regole di comportamento ovvero delle regole relative a requisiti di validità dell'atto<sup>10</sup>.

Il Testo Unico – riprendendo la soluzione già accolta dal decreto Eurosim (art. 18. d. lgs. 23 luglio 1996, n. 415) – ha chiaramente preso posizione su quest'ultimo aspetto, elevando al rango di requisito di validità del contratto quella che, altrimenti, potrebbe essere considerata una regola di condotta degli intermediari<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> Per la segnalazione dei possibili abusi derivanti da un ricorso al rimedio della nullità per rimuovere gli effetti di un investimento “sbagliato” cfr. PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, in *I soldi degli altri*, cit., p. 34 ss.

<sup>9</sup> In giurisprudenza cfr. Cass., 7 settembre 2001, n. 11495, in *Contratti*, 2002, p. 26 ss., per la precisazione che l'art. 6, l. n. 1/91 si riferisce ai contratti quadro o normativi.

<sup>10</sup> Cfr., anche per riferimenti, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, Milano, 1996, p. 172 ss., propendendo per la seconda soluzione, alla luce degli interessi (anche di natura pubblicistica) protetti e, dunque, invocando il disposto dell'art. 1418, 1° co., c.c. Su posizioni analoghe, ma non coincidenti, MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, in *Contratto e impresa*, 1994, p. 41 ss., pervenendo alla conclusione – poi recepita dal legislatore – della nullità *relativa*.

<sup>11</sup> Cfr., per il rilievo, PERRONE, *Tra regole di comportamento e regole di validità: servizi di investimento e disciplina della forma*, cit., p. 34. Ma, in precedenza, cfr. già MAZZAMUTO *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, cit.,

Non sembra, peraltro, che il legislatore abbia inteso introdurre un “tipo contrattuale” autonomo (“contratto di investimento”), di cui i singoli “servizi” costituirebbero altrettanti “sottotipi”<sup>12</sup>. Piuttosto, il Testo Unico ha inteso risolvere – se si vuole, con un approccio empirico – alcuni *problemi* dei contratti che gli intermediari stipulano con i clienti nella prestazione dei servizi di investimento; problemi tutti riconducibili alla presenza di una parte debole da proteggere (il cliente), perché ritenuta tendenzialmente disinformata (o, comunque, meno informata rispetto a chi svolge professionalmente l’attività nel cui contesto s’inquadra il singolo rapporto)<sup>13</sup>.

Con queste precisazioni, può anche accogliersi la locuzione “contratti di investimento”, purché sia chiaro che essa non allude a un unico *tipo contrattuale*, essendo meramente evocativa di una *tipologia di problemi*.

La forma solenne è, allora, uno degli strumenti di tutela del cliente non professionale, come si evince chiaramente dalla previsione di un meccanismo di reazione “a richiesta” del soggetto protetto (nullità relativa) e del potere della Consob di introdurre una deroga alla regola “in relazione alla natura professionale dei contraenti”. Il documento contrattuale si rivela, in tal modo, uno strumento per l’informazione del cliente, *nonché*

---

p. 42. Per una valutazione critica della nullità relativa di protezione cfr. R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente “non qualificato” nel mercato finanziario*, cit., p. 235 ss.

<sup>12</sup> Cfr., in senso conforme, E. GABRIELLI – R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli e R. Lener, Torino, 2004, p. 37. Ma si veda COSSU, *Contratti di investimento*, in *Enc. giur.*, IX, 2001, p. 8.

<sup>13</sup> Muovendo da considerazioni analoghe si è affermato che la nozione idonea a “classificare” i contratti di cui all’art. 23 T.U.F. è quella di “categoria”, che il legislatore avrebbe elaborato “per ricomprendere diverse fattispecie contrattuali tipiche (e/o sotto-tipiche) al fine di tutelare una parte considerata «debole» nell’ambito di determinate operazioni economiche” (E. GABRIELLI – R. LENER, *Mercati, strumenti finanziari e contratti di investimento*, cit., p. 43).

per consentire una verifica successiva del rispetto delle regole<sup>14</sup>.

In coerenza con le finalità perseguite dal legislatore, la Consob ha specificato le informazioni che l'intermediario deve fornire al cliente, precisando che queste debbano essere fornite *per il tramite* del contratto.

Pur essendo possibile individuare un raccordo fra la norma primaria e quella secondaria, non sembra, tuttavia, scontata la possibilità di desumere dall'art. 23 T.U.F. la nullità di un contratto fra intermediario e cliente che, pur avendo i requisiti essenziali (art. 1325 c.c.)<sup>15</sup>, non rechi tutte le informazioni imposte dalla norma di rango secondario<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> Cfr. R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., p. 172; MAZZAMUTO, *Il problema della forma nei contratti di intermediazione mobiliare*, cit., p. 44; FAUCEGLIA, *La forma dei contratti relativi ad operazioni e servizi bancari e finanziari*, in *Rivista del diritto commerciale*, 1994, I, pp. 422 e 434-435; SICA, *Atti che devono farsi per iscritto. Art. 1350*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e continuato da Busnelli, Milano, 2003, p. 310. Per analoghe considerazioni, con riferimento al formalismo previsto dalla disciplina dei contratti bancari, cfr. MORERA, *I profili generali dell'attività negoziale dell'impresa bancaria*, in BRESCIA-MORRA – MORERA, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, nel *Trattato di diritto civile del Consiglio del Notariato*, diretto da Perlingieri, Napoli, 2006, p. 339; URBANI, *Forme di tutela del cliente*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2005, I, p. 312 ss. L'influenza del modello normativo dei contratti bancari nella disciplina dei contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento è sottolineata da ALPA, *sub art. 23*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, I, p. 258. Per un efficace quadro di sintesi, cfr. BUONOCORE, *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Napoli, 2006, p. 122 ss.

<sup>15</sup> Requisiti che dovranno essere valutati diversamente, in relazione ai singoli servizi, ma pur sempre in applicazione delle regole di diritto comune. Così, ad esempio, non v'è dubbio che un contratto per la gestione su base individuale di portafogli di investimento debba avere – anche ai fini della determinatezza dell'oggetto (art. 1346 c.c.) – un grado di analiticità maggiore rispetto a un singolo contratto avente ad oggetto la compravendita di strumenti finanziari, nello svolgimento del servizio di negoziazione per conto proprio, poiché nella gestione l'intermediario pone in essere, per conto del cliente, operazioni di investimento, senza che occorra, di volta in volta, un "atto di impulso" del cliente medesimo (sotto questo profilo, le peculiarità del contratto di gestione sono ben evidenziate da LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit.,

Secondo i principi di diritto comune, in effetti, la forma solenne è un requisito essenziale per la validità del contratto soltanto allorché *risulti* che è prescritta *dalla legge* sotto pena di nullità<sup>17</sup>. Nel Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria è presente, in effetti, una norma che impone la forma scritta per i contratti relativi alla prestazione

---

pp. 92 e 100). Il che non significa, peraltro, che, in determinati casi, anche la negoziazione per conto proprio possa richiedere la previsione di un contratto normativo, perché sia possibile porre in essere le singole operazioni, richiamando, di volta in volta, il regolamento contenuto nel contratto normativo, come accade nella prassi relativa alla negoziazione di strumenti finanziari derivati OTC.

In questo caso, il contratto normativo (la sua esistenza e la sua validità) assurgerà al rango di condizione di validità dei singoli contratti, sia in base alla regole in tema di forma convenzionale (art. 1352 c.c.), sia, soprattutto, perché, il più delle volte, sarebbe impossibile individuare gli elementi essenziali del singolo contratto, senza il suo coordinamento con il contratto normativo, nel quale soltanto si rinvergono le pattuizioni relative alle concrete modalità (anche procedurali) di conclusione e attuazione dei singoli contratti, sovente conclusi mediante ordine telefonico, al quale segue l'invio di una "conferma di contratto", meramente ricognitiva dell'operazione, ma non idonea a costituire un valido titolo giuridico del conseguente trasferimento patrimoniale. Sul punto cfr. INZITARI – PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, cit., p. 8. In giurisprudenza cfr. Trib. Milano, 31 gennaio 2007, in *Contratti*, 2007, p. 778 ss., con riferimento alla forma convenuta dalle parti per gli ordini di acquisto.

<sup>16</sup> Una questione analoga si è posta, in passato, con riferimento al problema dell'offerta al pubblico in assenza di prospetto. Cfr., sul punto, R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., pp. 92 e 107. Un'ipotesi di nullità *testuale* (e, per certi aspetti, singolare) è prevista dall'art. 100-bis, co. 3, T.U.F., per il caso di successiva "sistematica rivendita" (a soggetti diversi da investitori qualificati) di prodotti finanziari che abbiano formato oggetto di un collocamento riservato, in assenza di pubblicazione del prospetto informativo.

<sup>17</sup> Sulla problematica individuazione del principio desumibile dall'art. 1325, n. 4 c.c., cfr., in luogo di molti, M. GIORGIANNI, *Forma degli atti (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVII, 1968, p. 996 ss. Ma per una diversa impostazione del problema cfr. IRTI, *Del falso principio di libertà delle forme. Strutture forti e strutture deboli*, in *La forma degli atti nel diritto privato. Studi in onore di Michele Giorgianni*, Napoli, 1988, spec. p. 454, ove il rilievo che la prescrizione del requisito di forma sotto pena di nullità può costituire l'esito di un'indagine interpretativa, anche in assenza di una norma che espressamente sanziona con la nullità l'assenza della forma diversa. Sul punto si rinvia – anche per gli opportuni riferimenti – alla recente indagine di BRECCIA, *La forma*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, I, *Formazione*, a cura di Granelli, Milano, 2006, p. 509 ss.

dei servizi di investimento. Il tenore letterale della disposizione, peraltro, non sembra attribuire alla disciplina di rango secondario il potere di stabilire un “contenuto minimo” del contratto, *sotto pena di nullità*, come previsto – ancorché con diverse finalità – nell’art. 117, co. 8, T.U.B.

Non persuade, d’altronde, l’affermazione secondo cui in assenza di un contratto quadro l’ordine “isolato” sarebbe privo di causa<sup>18</sup>. E ciò in quanto, se così fosse, la redazione di un contratto quadro dovrebbe essere imposta per tutte le operazioni di investimento, anche per quelle concluse con clienti professionali. Il che non è, appunto perché la regola in esame risolve un problema che attiene ai profili soggettivi della contrattazione, non già agli elementi strutturali della fattispecie contrattuale, così da rendere “inconcepibile” un atto isolato di compravendita di strumenti finanziari.

L’orientamento “formalistico” – di cui è espressione la sentenza del Tribunale di Forlì – parrebbe, dunque, condurre a una surrettizia (e, forse, inconsapevole) elusione della *regula iuris* che pure vorrebbe affermare, con il richiamo al “dogma” dell’incomunicabilità fra regole di condotta e regole di validità. In effetti, l’intermediario che ponga in essere operazioni di investimento con un cliente senza aver (prima) fornito tutte le informazioni richieste dalla disciplina di rango primario e secondario avrà concluso un contratto *violando norme imperative*<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Cfr., da ultimo, la sentenza di Trib. Ancona, 18 febbraio 2009, in materia di *interest rate swaps*, che perviene alla tesi della nullità *ex art. 23 T.U.F.*, ritenendo che “in mancanza del contratto quadro, che gli attribuisce fondamento causale, l’ordine dato dall’investitore, seppure in forma scritta (quando occorre), seppure consapevole e specifico, come tale astrattamente equiparabile ad un autonomo mandato, resta sempre comunque nullo, perché sfornito per legge di propria causa, e la sua esecuzione, nei rapporti tra intermediario ed investitore, non può produrre alcun effetto giuridico”. In precedenza cfr. Trib. Firenze, 18 ottobre 2005, in *Giurisprudenza di merito*, 2007, p. 57.

<sup>19</sup> Fra queste norme rientrano quelle che impongono la redazione di un contratto (“di base”, secondo il lessico comunitario) scritto, nonché la norma (di rango secondario)

Il richiamo alla carenza di una forma prescritta *ad substantiam* consente di “recuperare” la soluzione della nullità, senza contraddire il recente pronunciamento della Suprema Corte, salutato con entusiasmo dalla maggior parte degli interpreti<sup>20</sup>.

Ma v'è di più. L'individuazione del fondamento normativo della nullità nell'art. 23 T.U.F. consente di ovviare al “rischio” che la nullità *ex art.* 1418 c.c. possa esser fatta valere anche dall'intermediario, invocando la regola codificata nell'art. 1421 c.c.

Senonché il fondamento normativo così individuato appare alquanto fragile, come si è tentato di dimostrare, mancando una norma di rango primario che preveda la nullità per l'inosservanza del precetto<sup>21</sup>.

---

del regolamento Consob che prevede il “contenuto minimo” dei contratti, fermo restando quanto si osserva nel testo.

<sup>20</sup> Emblematica di questo approccio è la sentenza di Trib. Firenze, 6 novembre 2007, nella quale si afferma – per di più con riferimento a una polizza indicizzata – che “gli intermediari finanziari hanno l'obbligo di agire in forza di un contratto normativo quadro”. Muovendo da questa premessa, il Tribunale finisce per ricondurre alla forma del contratto le norme di condotta. In definitiva, come si osserva nel testo, la censura rivolta all'intermediario consiste pur sempre nell'asserita violazione degli obblighi di informazione attiva e passiva *prima* di porre in essere un'operazione di investimento del denaro altrui.

<sup>21</sup> Come accade, ad esempio, per l'omessa indicazione della facoltà di recesso nei moduli o formulari nell'offerta fuori sede (art. 30, co. 7, T.U.F.). Forse ancora più significativa è però la disciplina “speciale” della commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, contenuta negli artt. 67-*bis* ss. del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (“codice del consumo”). In particolare, l'art. 67-*septies decies*, quarto comma, dispone che il contratto è *nullo*, fra l'altro, nel caso in cui il fornitore ostacola l'esercizio del diritto di recesso ovvero “viola gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche”. In questo caso è evidente la scelta del legislatore di “elevare” una regola di condotta al rango di regola di validità (si è in presenza, pertanto, di un'ipotesi di nullità *testuale*, riconducibile alla fattispecie generale contemplata dal terzo comma dell'art. 1418 c.c.).

Il punto non è sfuggito alla recente sentenza di Cass., Sez. Un., n. 26724/07 (*supra*, nota 1), che, tuttavia, ha ritenuto che la norma sopra ricordata “rest[i] sistematicamente isolata nel nostro ordinamento e present[i] evidenti caratteri di specialità, che non consentono di fondare su di essa nessuna affermazione di principio”. In dottrina, per analoghe considerazioni, cfr. ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli inter-*

Quanto sin qui osservato non intende negare che dal sistema sia desumibile una regola in virtù della quale gli intermediari *devono* regolare su base contrattuale le modalità di svolgimento dei servizi che prestano ai clienti (non professionali). L'art. 23 T.U.F., inoltre, è chiaro nell'imporre la *forma scritta* per quello che può, se si vuole, essere chiamato il contratto quadro o il contratto "di base"<sup>22</sup>.

L'unica certezza che la norma di legge fornisce all'interprete è, però, che il contratto "di base" è nullo se non riveste la forma scritta. Può aggiungersi, probabilmente, che la prestazione dei servizi in assenza di un (precedente) contratto costituisce violazione delle regole di comportamento degli intermediari<sup>23</sup>.

---

*mediari finanziari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, cit., p. 54, pur ipotizzando la riconducibilità dell'ipotesi contemplata alla mancanza del consenso, ex art. 1325, n. 1, c.c.

<sup>22</sup> Si veda, d'altronde, il considerando 41 della Direttiva 2006/73/CE della Commissione, del 10 agosto 2006, recante modalità di esecuzione della direttiva 2004/39/CE, là dove si precisa che "La presente direttiva prescrive alle imprese di investimento che forniscono servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti a nuovi clienti al dettaglio di concludere un accordo di base scritto con il cliente in cui vengano fissati i diritti e gli obblighi essenziali dell'impresa e del cliente".

E si veda, poi, l'art. 39 della Direttiva, rubricato "Accordo con il cliente al dettaglio". Sul punto cfr. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari Investitori Mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, p. 154 ss. Ma, per una diversa lettura, si vedano le recenti puntualizzazioni di GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contratto impresa*, 2008, pp. 4-5.

<sup>23</sup> In quest'ordine di idee – e, dunque, in una prospettiva di sostanziale continuità fra la l. n. 1/91 e il T.U.F. – cfr. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, cit., p. 81. L'approccio più rigoroso trova riscontro, in giurisprudenza, nella sentenza di Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, ove si afferma – ancorché incidentalmente – che il legislatore avrebbe "chiarito in modo inequivoco" la necessità del requisito della forma scritta per il "contratto quadro", nonché per "tutti i singoli contratti posti in essere tra l'intermediario e il cliente per regolare le singole operazioni poste in essere". La sentenza si legge, fra l'altro, in *Danno e responsabilità*, 2006, p. 25 ss., con nota di ROPPO e G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*. Ma si vedano i rilievi critici, sul punto, di BRECCIA, *La forma*, cit., p. 546, nota 13.



Non persuade, per contro, l'idea di un contenuto minimo (*a pena di nullità*) del contratto, coincidente con quello stabilito dalla Consob.

L'affermazione secondo cui le operazioni di investimento e, dunque, i contratti che a quelle operazioni danno veste giuridica, posti in essere in assenza di un (preesistente) contratto quadro, sono viziati da nullità dovrebbe forse essere diversamente argomentata<sup>24</sup>. Il richiamo *tranchant* al "vizio di forma" parrebbe, in questo contesto, un artificio dialettico per eludere il problema del contratto concluso in violazione di norme imperative.

La recente pronuncia delle Sezioni Unite ha offerto importanti precisazioni – non tutte, per vero, appaganti per l'interprete<sup>25</sup> –, ma certo non ha risolto un problema "classico" del diritto civile, senz'altro meritevole di ulteriori approfondi-

---

<sup>24</sup> Nel sistema previgente (l. n. 1/91) non era mancato il tentativo di fondare la tesi della nullità sulla considerazione degli interessi protetti dal requisito di forma. Dunque accettando il "confronto" con l'art. 1418 c.c. Cfr. R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, cit., pp. 141-142, nonché p. 172, ove l'esplicito richiamo alla "nullità per contrarietà a norma imperativa, che si giustifica sul piano sostanziale per la necessità, potremmo dire di ordine pubblico, che il cliente della società di intermediazione mobiliare sia a conoscenza nel dettaglio dell'operazione finanziaria che gli è proposta". In termini generali, sul problema della forma e degli interessi protetti, cfr. M. GIORGIANNI, *Forma degli atti (dir. priv.)*, cit., p. 993.

<sup>25</sup> Si vedano, oltre agli Autori ricordati *supra*, nota 1, quanto meno, GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, p. 393 ss.; MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, *ivi*, 2008, p. 403 ss.; MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corriere giuridico giur.*, 2008, p.230 ss.; U. SALANITRO, *Violazione della disciplina dell'intermediazione finanziaria e conseguenze civilistiche: ratio decidendi e obiter dicta delle sezioni unite*, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, 2008, I, p. 445 ss.; SARTORI, *La (ri)vincita dei rimedi risarcitori nell'intermediazione finanziaria: note critiche*, in *Diritto fallimentare*, 2008, II, p. 1 ss.

menti, anche alla luce della disciplina settoriale dell'intermediazione finanziaria<sup>26</sup>.

*Andrea Tucci*

Associato di Diritto dell'economia  
nell'Università di Foggia

---

<sup>26</sup> In questa prospettiva, ci si potrebbe domandare, ad esempio, se un "raccordo" con la regola generale di cui all'art. 1418, 1° co., c.c., sia possibile desumendo dalla disciplina speciale della prestazione dei servizi di investimento un divieto legale di agire in mancanza di alcuni presupposti soggettivi e oggettivi, fra i quali, appunto, la stipulazione di un contratto quadro con i clienti (non professionali), così come (*testualmente*) previsto dal ricordato art. 100-*bis*, co. 3, T.U.F. Può aggiungersi che questa ipotesi ricostruttiva potrebbe risultare "legittimata" proprio dalla più volte ricordata sentenza delle Sezioni Unite, che, in effetti, ha ritenuto riconducibili al disposto dell'art. 1418, 1° co., c.c., le norme (imperative) che "in assoluto, oppure in presenza o in difetto di determinate condizioni oggettive o soggettive, direttamente o indirettamente, vietano la stipulazione stessa del contratto" (Cass., Sez. Un., n. 26724/07, cit., p. 529). È chiaro, peraltro, che la riconduzione della fattispecie nell'alveo dei principi codicistici comporterebbe una nullità di diritto comune, con i limiti segnalati nel testo. Il "contratto di base", d'altronde, è contemplato dal legislatore comunitario (*supra*, nota 22). Sul possibile raccordo con la disciplina codicistica, cfr. ROPPO, *La nullità virtuale del contratto dopo la sentenza Rordorf*, cit., p. 542, muovendo dalla proposta di ricondurre alla nullità virtuale le ipotesi in cui la violazione di una norma imperativa (che proibisca la stessa conclusione del contratto, in assoluto ovvero in mancanza di determinati presupposti) "risulta – in modo obiettivo, certo e non opinabile – su base documentale". Sul problema dell'ambito di applicazione della "nullità virtuale" cfr., fra i contributi più recenti, MANTOVANI, *Le nullità e il contratto nullo*, in *Trattato del contratto*, diretto da Roppo, Milano, 2006, IV, p. 37 ss.; PASSAGNOLI, *Il contratto illecito*, *ivi*, II, p. 435 ss.; D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, in *Rivista di diritto civile*, 2002, I, p. 58 ss.; ALBANESE, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari e regime dei rimedi esperibili dagli investitori danneggiati*, in *I soldi degli altri*, cit., p. 45 ss.

## I

CORTE DI CASSAZIONE  
5 marzo - 1 aprile 2009, n. 7958

**Banche – Diritti della Personalità - Centrale dei Rischi - Segnalazione di una posizione in sofferenza - Condizioni.**

**Centrale dei Rischi - Disciplina generale in tema di trattamento dei dati personali - Applicabilità - Conseguenze - Segnalazione erronea - Responsabilità civile della Banca d'Italia - Configurabilità - Legittimazione passiva in ordine all'azione ex art. 152 del d.lgs. n. 196 del 2003 - Sussistenza - Rettifica o cancellazione - Ammissibilità.**

1. *La segnalazione di una posizione "in sofferenza" presso la Centrale Rischi della Banca d'Italia, secondo le istruzioni del predetto istituto e le direttive del CICR, richiede una valutazione, da parte dell'intermediario, riferibile alla complessiva situazione finanziaria del cliente, e non può quindi scaturire dal mero ritardo nel pagamento del debito o dal volontario inadempimento, ma deve essere determinata dal riscontro di una situazione patrimoniale deficitaria, caratterizzata da una grave e non transitoria difficoltà economica equiparabile, anche se non coincidente, con la condizione d'insolvenza.*

2. *Nella gestione della Centrale dei Rischi, la Banca d'Italia non si sottrae alla disciplina generale in tema di trattamento dei dati personali, dettata dal d.lgs. 30 giugno 2003, n. 196, in quanto la riconducibilità di tale trattamento all'ipotesi prevista dall'art. 8, comma 2, lettera d), del d.lgs. cit. esclude soltanto l'applicabilità della tutela amministrativa e di quella alternativa alla tutela giurisdizionale, ma non anche di quella giurisdizionale prevista dall'art. 152 e di quella dinanzi al Garante nelle forme previste dall'art. 141, lettere a) e b): è pertanto configurabile una responsabilità civile della Banca d'Italia in relazione ai danni cagionati dal predetto trattamento, ai sensi dell'art. 11 del d.lgs. cit., con la conseguenza che spetta alla medesima Banca la legittimazione passiva in ordine all'azione proposta dall'interessato per ottenere la rettifica o la cancellazione della segnalazione erroneamente effettuata, in ordine alla quale il giudice, ai sensi dell'art. 152, comma 12, può provvedere anche in deroga al divieto di cui all'art. 4 della legge 20 marzo 1865, n. 2248, all. E.*

(D. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, art. 53; Delibera Cicr del 29 marzo 1994; Istruzioni Vigilanza Banca d'Italia, Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991; D. lgs. 30 giugno 2003, n. 196, artt. 8 e 152 )

### *Svolgimento del processo*

1. - Con ricorso al Tribunale di Roma ex art. 152 d.lgs. n. 196/2003 G. E., espose:

- di avere appreso in occasione del giudizio di separazione personale dalla moglie che quest'ultima aveva commesso in suo danno gravi atti di malversazione nella gestione dei rapporti bancari a lui facenti capo e, in particolare, che la Banca Popolare di Cremona-

na s.p.a. aveva erogato, nel omissis, sul proprio c/c, un finanziamento di lire 60.000.000, parzialmente rimborsato sino all'aprile 2000 per lire 46.019.048 mediante prelievi dallo stesso c/c;

- di avere quindi contestato alla BPC, con lettera 23 marzo 2000, di non aver mai richiesto tale finanziamento; sottoscritto il relativo contratto; rilasciato disposizioni di sorta per quanto attiene i pagamenti delle rate di rimborso; comunque posto in essere qualsiasi altro atto direttamente o indirettamente collegato all'operazione;

- di avere richiesto, successivamente, alla BPC di sospendere ogni addebito sui propri conti, riguardante il pagamento del finanziamento in parola, sino a quando la situazione non fosse stata chiarita, reiterando, senza alcun risultato, le diffide e richieste in ordine al predetto finanziamento;

- che la BPC - pur ammettendo con lettera 6 luglio 2000 che la documentazione riguardante il finanziamento in questione non era stata rinvenuta presso i propri locali ed avendo altresì riconosciuto esplicitamente, con lettera 2 marzo 2001, che non esistevano “ordini firmati di alcun tipo per il prelievo ed il giroconto” - aveva comunque e nondimeno segnalato alla Centrale Rischi presso la Banca d'Italia l'asserita sofferenza derivante dal mancato pagamento delle rate a rientro del finanziamento de quo dopo l'aprile 2000 e il nominativo del G. risultava ancora appostato in Centrale Rischi tra le “Sofferenze”;

- che la banca aveva incamerato in conto rimborso del finanziamento la complessiva somma di lire 18.432.000 (euro 9.519,34), riveniente da accrediti di terzi sul conto corrente n. *omissis* pervenuti in data successiva al 19 maggio 2000 e aveva omesso inspiegabilmente di escutere in tutto questo tempo la garanzia fideiussoria rilasciata dalla signora M.;

- che aveva rappresentato tale situazione alla BPC con lettera del 2 marzo 2004 - con la quale veniva rinnovata la diffida “a procedere con la massima urgenza a tutte le necessarie rettifiche delle se-

gnalazioni alla Centrale dei rischi presso la Banca d'Italia, ivi comprese quelle attinenti all'archivio storico; (...) a rifondere al sig. G. il pregiudizio da questi subito per la illegittima segnalazione del proprio nome alla Centrale dei Rischi...”;

tanto premesso, il G. convenne in giudizio la Banca Popolare di Cremona s.p.a. e la Banca d'Italia chiedendo, «previ ... gli incombeni di cui all'art. 152, commi 7 - segg., D.Lgs. 196/03 nonché previa ammissione dei mezzi di prova, che il Tribunale ordinasse «con ogni pronuncia accessoria e consequenziale di legge e del caso alla Banca d'Italia l'immediata cancellazione del nominativo del ricorrente dalla Centrale Rischi gestita dalla stessa Banca d'Italia, categoria “Sofferenze” ovvero prescrivesse «in ogni caso le diverse misure che riterrà eventualmente necessarie a tutela dei diritti dell'interessato, assegnando un termine per la loro adozione». Chiese, altresì, la condanna della Banca Popolare di Cremona al risarcimento del danno subito a causa dell'errata segnalazione con la rivalutazione monetaria e gli interessi dal dì del dovuto al saldo, nella misura liquidata in corso di giudizio, se del caso anche secondo equità.

La Banca Popolare di Cremona s.p.a. si costituì in giudizio resistendo alla domanda, in particolare evidenziando che la moglie del ricorrente aveva agito in virtù di procura e che, in ogni caso, il debito era sussistente ex art. 2033 c.c. Ciò che rendeva legittima la segnalazione alla Centrale Rischi.

Si costituì in giudizio anche la Banca d'Italia la quale, tra l'altro, a) eccepì l'inammissibilità nei suoi confronti del ricorso ai sensi e per gli effetti dell'art. 8, II comma, lett. d) del D. Lgs. 196/2003; b) eccepì, altresì, la propria carenza di legittimazione passiva per essere la Banca d'Italia del tutto estranea alle vicende dedotte in giudizio dal signor G., priva del potere di valutare il merito delle segnalazioni ricevute, potere competente in via esclusiva agli intermediari; priva, ancora, del potere di “modificare unilateralmente i dati delle segnalazioni senza la contemporanea ed adeguata modifica dei dati dell'a-

zienda segnalante cui compete quantificare e classificare il grado di rischio dei rapporti in essere con la propria clientela ed eventualmente controdedurre in merito all'esattezza delle segnalazioni effettuate”.

Con sentenza del 14 aprile 2005, il Tribunale di Roma respinse la domanda.

Il giudice osservò che l'attore aveva inteso esercitare un'azione diretta alla cancellazione e al risarcimento del danno subito, a seguito di un illecito trattamento dei propri dati personali, concretatosi in una segnalazione alla c.d. Centrale Rischi del proprio nominativo, in assenza delle condizioni legittimanti e che sotto l'aspetto della violazione delle norme di cui al T.U. 30 giugno 2003 n. 196 (codice in materia di protezione dei dati personali), nessuna violazione appariva essere stata posta in essere dai resistenti, tenuto conto della «incontestata erogazione di somme e la mancata parziale restituzione» e considerato che «lo stato di insolvenza che giustifica “il rischio” e la segnalazione, deve valutarsi a parere del giudicante, in senso oggettivo, in considerazione dell'entità del credito insoluto, del tempo trascorso in una situazione di inadempienza, e, soprattutto, della manifesta volontà di non adempiere».

Contro la predetta sentenza il G. ha proposto ricorso per cassazione affidato a tre motivi.

Resistono con controricorso la Banca d'Italia e la Banca Popolare di Cremona s.p.a.

Le parti controricorrenti hanno depositato memorie ex art. 378 c.p.c.

### *Motivi della decisione*

2.1. - Con il primo motivo di ricorso il ricorrente denuncia: «violazione e/o falsa applicazione degli artt. 117, III comma, 127, II comma, D. Lgs. 1 settembre 1993 n. 385 e 1327 cod. civ. in relazione a

quanto previsto dagli artt. 51, 53, comma 1 lett. b), 67, comma 1, lett. b), 106 e 107 del D.Lgs. 1 settembre 1993 n. 385, come integrati: a) dalla Delibera del Comitato interministeriale del credito e del risparmio (CICR) del 29 marzo 1994; b) dalla Circolare Banca d'Italia n. 139 dell'11 febbraio 1991 in tema di istruzioni per gli intermediari creditizi nel testo risultante dal VIII aggiornamento del 14 novembre 2001 e dal provvedimento della Banca d'Italia del 5 agosto 1995 denominato "Obbligo di partecipazione degli intermediari finanziari al servizio di centralizzazione dei rischi gestito dalla Banca d'Italia". Omessa, contraddittoria o insufficiente motivazione su punto decisivo della controversia. Il tutto in relazione all'art. 360 nn. 3 e 5 c.p.c.».

In sintesi il ricorrente deduce che qualora si ritenesse che il Tribunale abbia ritenuto valido il negozio di finanziamento in oggetto, così implicitamente rigettando la questione di nullità posta dal ricorrente, la sentenza incorrerebbe: a) nel vizio di violazione dell'artt. 117, III comma, 127, II comma, D.Lgs. 1 settembre 1993 n. 385; b) nel vizio di omessa e/o insufficiente motivazione su punto decisivo della controversia; laddove, invece, si ritenesse che il Tribunale abbia considerato implicitamente irrilevante la questione giuridica rimessa al suo apprezzamento, la sentenza incorrerebbe: a) nel vizio di violazione della disciplina speciale in tema di segnalazione alla Centrale Rischi; b) nel vizio omessa/insufficiente motivazione su punto decisivo della controversia.

§2.2. - Con il secondo motivo il ricorrente denuncia «Violazione e/o falsa applicazione degli artt. 51, 53, comma 1 lett. b), 67, comma 1, lett. b), 106 e 107 del D.Lgs. 1 settembre 1993 n. 385 - come integrati: a) dalla Delibera del Comitato interministeriale del credito e del risparmio (CICR) del 29 marzo 1994; b) dalla Circolare Banca d'Italia n. 139 dell'11 febbraio 1991 in tema di istruzioni per gli intermediari creditizi nel testo risultante dall'VIII aggiornamento del 14 novembre 2001 e dal provvedimento della Banca d'Italia del 5



agosto 1995 denominato “Obbligo di partecipazione degli intermediari finanziari al servizio di centralizzazione dei rischi gestito dalla Banca d'Italia” - in relazione all'art. 1 disposizioni sulla legge in generale. Omessa, insufficiente e contraddittoria motivazione su punti decisivi della controversia prospettati dalle parti o rilevabili d'ufficio, il tutto in relazione all'art. 360 nn. 3 e 5 c.p.c.».

In sintesi il ricorrente deduce che la sentenza impugnata:

a) non applica il dato normativo come sopra chiarito ed interpretato, ma utilizza un presupposto per la segnalazione alla Centrale Rischi estraneo e comunque differente da quello voluto dall'ordinamento, incorrendo così nel vizio di violazione e/o falsa applicazione della normativa richiamata;

b) non chiarisce minimamente l'itinerario logico e giuridico sotteso all'operazione ermeneutica di traslare il concetto di insolvenza in quello di inadempimento né chiarisce per quale ragione i due concetti dovrebbero essere considerati come equivalenti ai fini della specifica disciplina qui considerata, con ciò incorrendo in vizio di omessa/insufficiente e/o contraddittoria motivazione su questione rilevante ai fini della decisione;

c) da diversa angolazione, incorre comunque nel vizio di omessa, insufficiente e contraddittoria motivazione laddove riconduce la posizione del ricorrente alla sua asserita “manifesta volontà di non adempiere” anziché rilevare che tale pretesa volontà inadempiente non sussiste e non è comunque configurabile, perché, come più volte rimarcato, una volta preso atto della situazione il ricorrente ha opposto alle pretese della Banca proprio le specifiche questioni richiamate nell'esposizione del primo motivo d'impugnazione con esplicito riferimento alla loro rilevanza ai fini della decisione: non dunque un comportamento strumentale e dilatorio, ma la legittima aspettativa di ottenere l'accertamento dei propri diritti.

§2.3. - Con il terzo motivo il ricorrente denuncia «violazione e/o falsa applicazione degli artt. 7, 8, II comma, 145, 146-151, 152

D.Lgs. 196/2003; comunque, omessa, insufficiente e contraddittoria motivazione su punto decisivo della controversia prospettati dalle parti o rilevabili d'ufficio. Il tutto in relazione all'art. 360 3 e 5 c.p.c.».

Lamenta, in estrema sintesi, che il Tribunale non abbia motivato in ordine alle eccezioni di inammissibilità della domanda e di difetto di legittimazione sollevate dalla Banca d'Italia. Deduce che la normativa di cui al d.lgs. n. 196/2003 consentirebbe al ricorrente «di ottenere un provvedimento dell'autorità giudiziaria che abbia come destinataria Banca d'Italia ai fini della cancellazione del proprio nominativo dalla Centrale Rischi, categoria Sofferenze».

3. - Osserva preliminarmente la Corte che l'esame dell'eccezione di difetto di legittimazione passiva sollevata dalla Banca d'Italia nel controricorso e, sebbene non fatta oggetto di rituale ricorso incidentale, reiterata con la memoria depositata ai sensi dell'art. 378 c.p.c., è necessario non perché oggetto del terzo motivo del ricorso principale (in tale parte inammissibile per difetto di interesse del ricorrente, in assenza di esplicita pronuncia del giudice del merito) ma perché concerne, in generale, l'individuazione della disciplina applicabile alla controversia oggetto del ricorso.

Invero, il Codice in materia di protezione dei dati personali approvato con Decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196 disciplina il trattamento di dati personali, anche detenuti all'estero, effettuato da chiunque è stabilito nel territorio dello Stato o in un luogo comunque soggetto alla sovranità dello Stato (Art. 5), intendendosi per “trattamento”, qualunque operazione o complesso di operazioni, effettuati anche senza l'ausilio di strumenti elettronici, concernenti la raccolta, la registrazione, l'organizzazione, la conservazione, la consultazione, l'elaborazione, la modificazione, la selezione, l'estrazione, il raffronto, l'utilizzo, l'interconnessione, il blocco, la comunica-

zione, la diffusione, la cancellazione e la distruzione di dati, anche se non registrati in una banca di dati (Art. 4).

Salvo le eccezioni elencate nell'art. 8, l'interessato può esercitare i diritti di accesso (e di rettificazione, cancellazione, opposizione etc...) disciplinati dall'articolo 7, con richiesta rivolta senza formalità al titolare o al responsabile, anche per il tramite di un incaricato, alla quale è fornito idoneo riscontro senza ritardo ovvero con ricorso al Garante per la protezione dei dati personali.

In particolare, delle dette eccezioni, in relazione alle quali i diritti di cui all'articolo 7 non possono essere esercitati con richiesta al titolare o al responsabile o con ricorso ai sensi dell'articolo 145, si riferisce alla fattispecie in esame quella prevista dall'art. 8, comma 2, lett. d), concernente i trattamenti di dati personali effettuati «da un soggetto pubblico, diverso dagli enti pubblici economici, in base ad espressa disposizione di legge, per esclusive finalità inerenti alla politica monetaria e valutaria, al sistema dei pagamenti, al controllo degli intermediari e dei mercati creditizi e finanziari, nonché alla tutela della loro stabilità».

Si tratta, in particolare, dei servizi o sistemi centralizzati di rilevazione dei rischi creditizi, prevalentemente di rilevante importo, istituiti in base al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia con deliberazioni del Cibr, regolati da istruzioni della Banca d'Italia e sottoposti alla relativa vigilanza.

Peraltro, anche in relazione a tali attività di trattamento dei dati personali il Garante, anche su segnalazione dell'interessato, provvede nei modi di cui agli articoli 157, 158 e 159 (art. 8, comma 3). Ossia, con le modalità indicate nell'art. 159, il Garante provvede alla richiesta di informazioni e di esibizione di documenti e ai necessari accertamenti (Art. 158), disponendo, tra l'altro, accessi a banche di dati, archivi o altre ispezioni e verifiche nei luoghi ove si svolge il trattamento o nei quali occorre effettuare rilevazioni comunque utili

al controllo del rispetto della disciplina in materia di trattamento dei dati personali.

Dall'esame del complesso delle norme innanzi richiamate si trae, dunque, il convincimento che la Banca d'Italia, in relazione al trattamento dei dati personali effettuato dalla Centrale Rischio, non è estranea all'applicazione del codice in esame, essendo esclusi soltanto alcuni rimedi altrimenti a disposizione dell'interessato, come la tutela amministrativa (Sezione II del codice) e quella definita dal codice come «tutela alternativa a quella giurisdizionale» (Sezione III), mentre resta applicabile, ovviamente, la tutela giurisdizionale di cui al Capo II (art. 152) oltre a quella dinanzi al Garante nelle forme del reclamo per rappresentare una violazione della disciplina rilevante in materia di trattamento di dati personali e della segnalazione al fine di sollecitare un controllo della disciplina medesima (art. 141, lett. a e b).

La conseguenza è quella dell'applicabilità delle norme generali in tema di trattamento dei dati di cui all'art. 11 («1. I dati personali oggetto di trattamento sono: a) trattati in modo lecito e secondo correttezza; b) raccolti e registrati per scopi determinati, espliciti e legittimi, ed utilizzati in altre operazioni del trattamento in termini compatibili con tali scopi; c) esatti e, se necessario, aggiornati; d) pertinenti, completi e non eccedenti rispetto alle finalità per le quali sono raccolti o successivamente trattati; e) conservati in una forma che consenta l'identificazione dell'interessato per un periodo di tempo non superiore a quello necessario agli scopi per i quali essi sono stati raccolti o successivamente trattati. 2. I dati personali trattati in violazione della disciplina rilevante in materia di trattamento dei dati personali non possono essere utilizzati) e in tema di responsabilità per i danni cagionati per effetto del trattamento di cui all'art. 15 («1. Chiunque cagiona danno ad altri per effetto del trattamento di dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell'articolo 2050 del co-

dice civile. 2. Il danno non patrimoniale è risarcibile anche in caso di violazione dell'articolo 11»).

Peraltro, che la Banca d'Italia non possa sottrarsi alla disciplina comune in tema di responsabilità civile nel trattamento dei dati discende dall'ovvia considerazione che, per errore di uno degli “incaricati” (definiti come «le persone fisiche autorizzate a compiere operazioni di trattamento dal titolare o dal responsabile»), la segnalazione da parte del responsabile potrebbe essere recepita e trattata in modo non corretto.

Sì che appare del tutto irrilevante la pronuncia del Garante richiamata dalla Banca d'Italia in sede di memoria, con la quale è stato ritenuto inammissibile il ricorso nei confronti della Banca d'Italia «in quanto il trattamento dei dati effettuato da tale Istituto per la gestione della ... Centrale dei rischi rientra tra quelli rispetto ai quali, ai sensi dell'art. 8, comma 2, lett. d), del Codice, non possono essere esercitati i diritti di cui all'art. 7, né può essere proposto ricorso al Garante ai sensi dell'art. 145 del Codice» (Provvedimento del 26 luglio 2006, doc. web n. 1332498, del Garante per la protezione dei dati personali).

D'altra parte, la Banca d'Italia non si sottrae alla tutela giurisdizionale di cui all'art. 152 del Codice, il cui comma 12 dispone che con la sentenza il giudice provvede sulla domanda «anche in deroga al divieto di cui all'articolo 4 della legge 20 marzo 1865, n. 2248, allegato E), quando è necessario anche in relazione all'eventuale atto del soggetto pubblico titolare o responsabile».

§3.1. - Alla luce di tali premesse e precisazioni possono essere congiuntamente esaminati i primi due motivi del ricorso che, alla luce della giurisprudenza di questa stessa Sezione (Sez. I, 12 ottobre 2007 n. 21428), sono fondati.

Va evidenziato, in proposito, che il servizio di centralizzazione dei rischi creditizi gestito dalla Banca d'Italia è disciplinato dalla delibera del Comitato interministeriale per il credito e il risparmio

del 29 marzo 1994 (G.U. n. 91 del 20.4.1994) e dalle istruzioni emanate dalla Banca d'Italia in conformità della stessa, trasfuse nella Circolare n. 139 dell'11.2.1991 e successivi aggiornamenti.

La delibera è stata assunta ai sensi degli artt. 53, comma 1, lett. b), 67, comma 1, lett. b), e 107, comma 2, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di seguito denominato "T.U."), i quali conferiscono al CICR il potere di emanare disposizioni aventi a oggetto il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni nei confronti, rispettivamente, delle banche, delle società finanziarie appartenenti a gruppi creditizi e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 del T.U.

In particolare, il testo delle istruzioni in vigore all'epoca dei fatti dedotti dal ricorrente è quello di cui alla Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991 - 8° Aggiornamento del 14 novembre 2001, essendo entrato in vigore il successivo aggiornamento nel 2005. Tra le cinque categorie di rischi classificati nelle predette istruzioni, quella che qui rileva è la quinta, riferita alle «sofferenze». Secondo la Circolare (cap. II, §5) «nella categoria di censimento "sofferenze" va ricondotta l'intera esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza, anche non accertato giudizialmente, o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'azienda. Si prescinde, pertanto, dall'esistenza di eventuali garanzie (reali o personali) poste a presidio dei crediti.

L'appostazione a sofferenza implica una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito.

Costituiscono un'eccezione al principio dell'attrazione di tutti i crediti per cassa nelle sofferenze le posizioni di rischio destinate a confluire nella categoria di censimento "finanziamenti a procedura

concorsuale e altri finanziamenti particolari”. Non confluiscono altresì nelle sofferenze i crediti ristrutturati e i crediti in corso di ristrutturazione, i quali vanno segnalati nella pertinente categoria di censimento ed evidenziati mediante i previsti valori della variabile di classificazione stato del rapporto.

Indipendentemente dalle modalità di contabilizzazione adottate dagli intermediari, i crediti in sofferenza devono essere segnalati, al lordo delle svalutazioni eventualmente effettuate, per un ammontare comprensivo del capitale, degli interessi contabilizzati e delle spese sostenute per il recupero dei crediti. In caso di svalutazione di posizioni ritenute definitivamente irrecuperabili dagli organi aziendali e passate a perdita, la segnalazione dei crediti in sofferenza deve essere effettuata al netto di tali svalutazioni. La segnalazione in sofferenza di una cointestazione presuppone che tutti i cointestatari versino in stato di insolvenza».

Il §6 della Circolare in questione prevede l'ipotesi della sospensione della segnalazione delle sofferenze, disponendo che «la segnalazione di una posizione di rischio tra le sofferenze non è più dovuta quando:

- viene a cessare lo stato di insolvenza o la situazione ad esso equiparabile;
- il credito viene rimborsato dal debitore o da terzi, anche a seguito di accordo transattivo liberatorio, di concordato preventivo o di concordato fallimentare remissorio; rimborsi parziali del credito comportano la riduzione dell'importo segnalato;
- il credito viene ceduto a terzi;
- gli organi competenti dell'intermediario con specifica delibera abbiano preso atto della non recuperabilità del credito ovvero rinunciato ad avviare o proseguire gli atti di recupero, per motivi di convenienza economica in relazione all'ammontare del credito. Se la delibera riguarda solo una parte del credito, l'importo da segnalare nell'utilizzato va conseguentemente decurtato. Il credito, o la quota

parte di esso non recuperabile, deve essere segnalato tra i “crediti passati a perdita”.

Il pagamento del debito e/o la cessazione dello stato di insolvenza o della situazione ad esso equiparabile non comportano la cancellazione delle segnalazioni a sofferenza relative alle rilevazioni pregresse.

Il regolare adempimento di eventuali piani di rientro concordati tra intermediario e cliente non comporta automaticamente il passaggio del credito dalla categoria sofferenze ad altra categoria di censimento; spetta all'intermediario valutare caso per caso se siano venuti meno i presupposti per l'appostazione a sofferenza».

Va notato, poi, che nel glossario costituente parte integrante della Circolare in esame la “sofferenza” è definita come l'«esposizione per cassa nei confronti di soggetti in stato di insolvenza (anche non accertato giudizialmente) o in situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'intermediario e dall'esistenza di eventuali garanzie (reali e personali) poste a presidio dei crediti» e lo stato d'insolvenza è definito come «incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte».

Alla luce dei dati normativi e delle istruzioni innanzi richiamati questa Sezione (Sez. I, 12 ottobre 2007 n. 21428) ha già avuto modo di evidenziare - conformemente all'orientamento più diffuso nella dottrina e nella giurisprudenza di merito - che l'appostazione a sofferenza del credito, lungi dal poter discendere dalla sola analisi dello specifico o degli specifici rapporti in corso di svolgimento tra la singola banca segnalante ed il cliente, implica invece una valutazione della complessiva situazione patrimoniale di quest'ultimo, ovvero del debitore di cui alla diagnosi di “sofferenza” e che «lo stesso tenore letterale delle sopra riportate “Istruzioni” e, segnatamente, l'accostamento che tali “Istruzioni” hanno inteso di stabilire tra “stato di insolvenza” (anche non accertato giudizialmente) e “situazioni



sostanzialmente equiparabili” inducano a preferire quelle ricostruzioni che, “oggettivamente gemmate” (secondo l'espressione che trovasi adoperata in dottrina) dalla piattaforma della norma di cui alla L. Fall., art. 5, hanno tuttavia proposto, ai fini della segnalazione in “sofferenza” alla Centrale dei Rischi, una nozione *levior* rispetto a quella dell'insolvenza fallimentare, così da concepire lo “stato di insolvenza” e le “situazioni equiparabili” in termini di valutazione negativa di una situazione patrimoniale apprezzata come “deficitaria”, ovvero, in buona sostanza, di “grave (e non transitoria) difficoltà economica”, senza, cioè, fare necessario riferimento all'insolvenza intesa quale situazione di incapienza, ovvero di definitiva irrecuperabilità, essendosi rilevato da più di un Autore che, se la nozione di insolvenza rilevante a detti fini si identificasse effettivamente con quella contemplata in ambito fallimentare e se il debitore potesse legittimamente essere appostato a sofferenza soltanto qualora versasse in uno stato di decozione, sarebbe frustrata l'utilità del servizio di centralizzazione dei rischi, poiché gli altri intermediari si troverebbero nell'impossibilità di attivarsi in tempo utile per cautelare la propria posizione, laddove, del resto, in un ordine di idee nel quale la nozione stessa di “sofferenza” poggi sulla nozione di insolvenza “fallimentare”, le “situazioni sostanzialmente equiparabili” all'insolvenza, di cui è parola nelle più volte richiamate “Istruzioni”, verrebbero a manifestarsi, secondo quanto trovasi affermato in dottrina, “come le sfumature di una sola tonalità cromatica, se non addirittura come delle addizioni di mero stile”».

Nella concreta fattispecie - per converso - il giudice del merito ha rigettato la domanda sul solo assunto della «incontestata erogazione di somme e la mancata parziale restituzione» e dell'affermazione che «lo stato di insolvenza che giustifica “il rischio” e la segnalazione, deve valutarsi a parere del giudicante, in senso oggettivo, in considerazione dell'entità del credito insoluto, del tempo trascorso in una situazione di inadempienza, e, soprattutto, della mani-

festa volontà di non adempiere», senza alcun riferimento alla circostanza che la banca non era stata in grado di produrre il contratto di finanziamento sottoscritto dall'attore e che la pretesa di pagamento era fondata, sebbene subordinatamente, sull'art. 2033 c.c., ossia su un rapporto non usualmente ricompreso tra i rapporti bancari soggetti a segnalazione, posto che «la Banca d'Italia, attraverso la Centrale dei rischi, fornisce agli intermediari segnalanti le informazioni necessarie per il contenimento dei rischi derivanti dal cumulo degli affidamenti in capo a un medesimo soggetto» (cit. circ. §2).

A ciò si aggiunga che, come innanzi rilevato, in forza delle richiamate istruzioni «l'appostazione a sofferenza implica una valutazione da parte dell'intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire automaticamente da un mero ritardo di quest'ultimo nel pagamento del debito».

Sì che ciò che rileva è la situazione “oggettiva” di incapacità finanziaria («incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte») mentre nessun rilievo assume la manifestazione di volontà di non adempimento se giustificata da una seria contestazione sull'esistenza del titolo del credito vantato dalla banca.

Ulteriore riprova è data dall'equiparazione (contenuta nel §6 delle Istruzioni, innanzi riportato), ai fini della cessazione dell'obbligo di segnalazione di una posizione di rischio tra le sofferenze, dell'ipotesi di cessazione dello stato di insolvenza e di quella di avvenuto rimborso del credito, dal debitore o da terzi, anche a seguito di accordo transattivo liberatorio.

Dunque, ciò che rileva è soltanto lo stato di insolvenza «anche non accertato giudizialmente», come pure le «situazioni sostanzialmente equiparabili» ad esso.

In accoglimento dei primi due motivi di ricorso, pertanto, la sentenza impugnata deve essere cassata in relazione ai motivi accolti con rinvio, anche per le spese, al Tribunale di Roma - in persona di diverso magistrato - per un nuovo giudizio che tenga conto della di-

sciplina applicabile alla concreta fattispecie (art. 2050 c.c.) e dei principi innanzi enunciati. Il terzo motivo è assorbito.

*P.Q.M.*

La Corte accoglie i primi due motivi del ricorso e dichiara assorbito il terzo. Cassa la sentenza impugnata e rinvia anche per le spese al Tribunale di Roma in persona di diverso magistrato.

*SEGNALAZIONI A SOFFERENZA ALLA CENTRALE RISCHI E APPLICABILITÀ  
DEL CODICE DELLA PRIVACY ALLA BANCA D'ITALIA*

1. Il caso origina dalla richiesta avanzata avanti il Tribunale di Roma, ai sensi dell'art. 152 del d.lgs. 30.06.2003 n. 196 (c.d. Codice della privacy), da un cliente di una banca e volta ad ottenere da questa la rettifica della segnalazione "a sofferenza" e, dunque, la cancellazione del proprio nominativo dalla Centrale Rischi gestita dalla Banca d'Italia, anch'essa chiamata in giudizio, quale soggetto gestore della banca dati in questione.

A sostegno della richiesta il ricorrente rappresentava che l'esposizione oggetto di segnalazione alla Centrale Rischi derivava da malversazioni compiute dal coniuge su un conto corrente al ricorrente stesso intestato e che le operazioni di finanziamento che avevano dato luogo all'esposizione non era state da lui in alcun modo autorizzate o approvate.

Si costituiva in giudizio la banca evidenziando che la moglie del ricorrente aveva agito in virtù di procura e che, in ogni caso, essendo incontestata l'erogazione del finanziamento, l'esposizione doveva ritenersi sussistente almeno sotto il profilo della ripetizione

d'indebito ex art. 2033 c.c., il che rendeva legittima la segnalazione alla Centrale Rischio.

Nel giudizio di primo grado si costituiva anche la Banca d'Italia, eccependo, da un lato, l'inammissibilità nei suoi confronti del ricorso ex art. 8, comma 2, lett. d) del d.lgs. 196/2003; dall'altro, la carenza di legittimazione passiva per essere estranea alle vicende di causa, nonché priva del potere di valutare il merito delle segnalazioni ricevute (competente solo ai soggetti tenuti alle segnalazioni) e di modificare unilateralmente i dati delle segnalazioni stesse senza la contemporanea modifica dei dati dell'azienda segnalante.

Il Tribunale di Roma, con sentenza del 14 aprile 2005, rigettava la domanda, argomentando, da un lato, che era incontestata l'erogazione di somme e la loro mancata parziale restituzione, dall'altro, che lo stato d'insolvenza che dà luogo al "rischio" e quindi giustifica la segnalazione, deve valutarsi in senso oggettivo "in considerazione dell'entità del credito insoluto, del tempo trascorso in una situazione di inadempimento e, soprattutto, dalla manifesta volontà di non adempiere".

Avverso tale pronuncia veniva proposto ricorso per cassazione<sup>1</sup> sulla base di tre motivi. Il primo fondato sulla circostanza che il Tribunale aveva di fatto respinto la domanda (implicitamente sottesa al giudizio di primo grado) di nullità dell'operazione di finanziamento contestata ovvero ritenuto la questione della validità o meno della stessa irrilevante ai fini del giudizio.

Il secondo concernente l'interpretazione dei presupposti in base ai quali la disciplina speciale relativa alla Centrale Rischio legittima la segnalazione a "sofferenza", con particolare riguardo al profilo della manifesta volontà di non adempiere, nel caso di specie inesistente, rispecchiando il comportamento del cliente ricorrente la legittima aspettativa di ottenere l'accertamento dei propri diritti.

---

<sup>1</sup> L'articolo 152, comma 13 del d.lgs. 30.06.2003 n. 196 dispone infatti che, nella materia in questione, la sentenza emessa in primo grado dal Tribunale è inappellabile, ma ricorribile in Cassazione.

Il terzo, infine, avente ad oggetto le eccezioni di inammissibilità della domanda e di difetto di legittimazione sollevate dalla Banca d'Italia.

Con la sentenza in commento la Corte di Cassazione, cassando con rinvio la pronuncia emessa dal Tribunale di Roma in primo grado, accoglie i primi due motivi di ricorso e ritiene assorbito il terzo<sup>2</sup>, pur diffondendosi anche su quest'ultimo in sede di ricostruzione della disciplina, tanto da consentire all'Ufficio del Massimario la formulazione del secondo principio in epigrafe riportato.

2. In particolare, le questioni affrontate (e i relativi principi di diritto affermati) dal Supremo Collegio, investono: a) l'applicabilità della disciplina relativa al codice della privacy anche al servizio di centralizzazione dei rischi gestito dalla Banca d'Italia e la natura della responsabilità nella gestione del servizio, b) l'individuazione dei presupposti che legittimano la segnalazione<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Motivo peraltro in linea di principio inammissibile, come riconosce la Corte stessa, non essendovi stata sul punto espressa pronuncia del giudice di primo grado.

<sup>3</sup> Il tema della responsabilità in caso di errata o illegittima segnalazione alla Centrale dei Rischi è stato ampiamente dibattuto in dottrina; tra i contributi sul tema, oltre quelli nelle note successive specificamente citati, si rinvia a De Sinno, La responsabilità civile della banca nella segnalazione alla Centrale dei rischi, in *Rass. dir. civ.*, 2005, 897-934; Dolmetta, A proposito della responsabilità della banca nei confronti del cliente oggetto di segnalazione di notizie false alla Centrale dei rischi, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, II, 361; Liace, (Ir)responsabilità della banca per segnalazione alla centrale di allarme interbancaria, in *Danno e resp.*, 2005, 739-745; Marchese, Segnalazione dei crediti in sofferenza alla Centrale dei Rischi con particolare riferimento agli interessi tutelati dalla relativa normativa, nota a *Trib. Potenza*, 30.6.2001, in *Giur. comm.*, 2003, II, 404; Maimeri, Errata segnalazione a sofferenza in centrale dei rischi, in *Dir. Banc. Mer. fin.*, 2005, 92 ss; Martorano, Segnalazioni false o erronee alla Centrale dei Rischi e responsabilità dell'intermediario, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2006, I, 383-400; Minnici, Erronea segnalazione alla centrale dei rischi: profili rimediali, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, 89-126; Sassano, Erronea segnalazione alla Centrale rischi e lesione alla reputazione commerciale dell'imprenditore, nota a *Trib. Milano ord.* 27.7.2004, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2005, 501; Serra, Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario, in *Giur. comm.*, 2003, II, 210; Tarantino, In tema di segnalazione alla Centrale Rischi: profili di responsabilità della banca segnalante (e delle banche 'terze'), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 229 ss.; Tola, Aspetti problematici delle

La Centrale dei rischi è un sistema informativo di tipo pubblico<sup>4</sup> sull'indebitamento della clientela delle banche e degli intermediari finanziari, attraverso il quale la Banca d'Italia fornisce ai soggetti partecipanti informazioni per la valutazione del merito di credito della clientela<sup>5</sup>.

---

segnalazioni alla Centrale dei Rischi, *ibidem*, 455 ss.; Vella, Segnalazioni di crediti in "sofferenza" alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca, *ivi*, 1997, II 497ss.

<sup>4</sup> Con riguardo alla disciplina recata dal Codice della Privacy in tema di trattamento dei dati (tit. III del d.lgs. 196/2003, art. 11-27), i sistemi informativi nel settore bancario e finanziario relativi all'affidabilità e puntualità nei pagamenti si distinguono a seconda siano gestiti da soggetti pubblici non economici ovvero da privati ed enti pubblici economici: ai primi si applicano le disposizioni dei capi I e II (artt. 11-22), ai secondi anche quelle del capo III (art. 23-27). Per i sistemi informativi di cui sono titolari i soggetti privati (si pensi ai sistemi CRIF, SIA) l'art. 117 del Codice prevede inoltre l'emanazione di un codice di deontologia e buona condotta che - anticipato nelle sue linee guida dal Provvedimento del Garante del 31 luglio 2002 contenente «Prescrizioni di carattere generale per le centrali rischi private» - è stato adottato con decorrenza 1.12.2005 (Codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi informativi gestiti da soggetti privati in tema di crediti al consumo, affidabilità e puntualità nei pagamenti, pubblicato nella G.U. n. 300 del 23.12.2004). In dottrina, in tema si vedano i contributi di: Lopreiato, Centrali dei rischi private, segnalazione erronea e responsabilità della banca (nota a Trib. Milano 18.08.2005) in *Banca borsa e tit. cred.*, 2007, 453; Ruggiero, Centrali rischi e normativa antiriciclaggio a tutela del sistema creditizio, in *Corriere giur.*, 2006, 571; Pellicchia, Il codice deontologico per le centrali-rischi private, in *Danno e resp.*, 2005, 252; Policella, Il codice deontologico sui sistemi d'informazione creditizia, in *Danno e resp.*, 2005, 263; Pagano-Jappelli, Il codice delle centrali rischi, in *www.lavoce.info* del 18.10.2004.

<sup>5</sup> Originariamente fondato sull'art. 32 lett. h) del r.d.l. 12.03.1936 n. 375 (c.d. legge bancaria del 1936) e disciplinato dalla delibera Cicr del 16.05.1962 (e successive del 27.11.1970 e 29.12.1977, nonché dal d.m. Tesoro del 2.4.1991), il servizio di centralizzazione dei rischi trova oggi il suo riferimento legislativo negli articoli 53, comma 1, lett. b), 67, comma 1, lett. b), e 107 comma 2 del d.lgs. 1.09.1993 n. 385 (testo unico bancario), che conferiscono al CICR il potere di emanare disposizioni aventi ad oggetto il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni nei confronti, rispettivamente delle banche, delle società finanziarie appartenenti a gruppi bancari e degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale ex art. 107 Tub. La concreta disciplina è invece dettata dalla delibera CICR del 29.03.1994 e dalle relative Istruzioni della Banca d'Italia (Circolare n. 139 del 27.03.1991, 12° aggiornamento del 27.03.2009), rinvenibili in *www.bancaditalia.it*. Con provvedimento della Banca d'Italia del 10 agosto 1995, sono state individuate nell'ambito delle società finanziarie, quelle tenute a partecipare al servizio di centralizzazione dei rischi.

Alla finalità normativamente riconosciuta di “ .. *contribuire a migliorare la qualità degli impieghi degli intermediari partecipanti e, in ultima analisi, ad accrescere la stabilità del sistema creditizio*”<sup>6</sup>, il corretto funzionamento del servizio di centralizzazione dei rischi deve ritenersi altresì coesistente a un efficace esplicarsi della concorrenza tra gli intermediari creditizi nonché tra le imprese ricorrenti al credito<sup>7</sup>.

Il meccanismo di raccolta dei dati prevede che gli intermediari partecipanti comunichino alla Banca d'Italia informazioni relative agli affidamenti concessi a ciascun cliente, singolarmente e in cointestazione con altri soggetti<sup>8</sup>, e ricevano, con la medesima periodicità mensile con cui sono raccolte (c.d. flusso di ritorno), informazioni sulla posizione debitoria verso il sistema creditizio dei nominativi segnalati e dei soggetti a questi collegati. I partecipanti possono anche richiedere alla Centrale dei Rischi informazioni su soggetti che essi non segnalano, a condizione che le richieste siano avanzate per finalità connesse con l'assunzione e la gestione del credito.

Le informazioni acquisite dalla Centrale Rischi hanno carattere riservato e gli intermediari possono utilizzarle solo per finalità connesse con l'assunzione e la gestione del rischio di credito e per fini di difesa nei giudizi che riguardino il rapporto di credito intrattenuto con i clienti, i quali possono chiedere di conoscere il dettaglio

---

<sup>6</sup> Così Istruzioni di Vigilanza sez. 1, par. 2.

<sup>7</sup> Ove le informazioni fornite dal sistema non siano corrette (per ipotesi in caso di segnalazione illegittima), il conseguente mancato accesso al credito o la revoca degli affidamenti nei confronti di un'impresa, da un lato, avvantaggia le altre imprese operanti nel medesimo settore (con lesione del diritto d'impresa del soggetto segnalato), dall'altro, distorce la corretta valutazione dell'intermediario chiamato a concedere nuovo credito a quell'impresa, con conseguente lesione degli interessi imprenditoriali dello stesso intermediario; in tal senso, ammettendo il ricorso alla tutela cautelare ex art. 700 c.p.c., cfr. Trib. Bari, 22 dicembre 2000, in Banca borsa tit. cred., 2001, 380 ss.

<sup>8</sup> Oltre alle cointestazioni, la Centrale dei rischi rileva anche i rapporti di coobbligazione esistenti tra le società censite e i soci che rispondono illimitatamente e solidalmente delle obbligazioni assunte dalle società stesse verso l'intermediario (società di fatto: società semplice; società in nome collettivo; società in accomandita semplice e società in accomandita per azioni, limitatamente ai soci accomandatari).

delle segnalazioni a proprio nome comunicate da ciascun intermediario<sup>9</sup>.

Le segnalazioni sono effettuate sulla base di un modello di rilevazione articolato in cinque sezioni (crediti per cassa<sup>10</sup>, crediti di firma<sup>11</sup>, garanzie ricevute, derivati finanziari, sezione informativa<sup>12</sup>) e sono dovute<sup>13</sup> se, alla data di riferimento, il cliente gode di crediti per cassa o di firma complessivamente o abbia rilasciato garanzie personali per importi pari o superiori ad euro 30.000 (in precedenza 75.000) ovvero abbia in essere operazioni per il medesimo importo censibili nella “sezione informativa” del modello. Se il cliente è in “sofferenza” la posizione deve comunque essere segnalata, a prescindere dall’importo del credito<sup>14</sup>.

---

<sup>9</sup> Anche la Banca d’Italia può utilizzare le informazioni registrate dalla Centrale dei Rischi per le attività connesse con il perseguimento delle proprie finalità istituzionali, Cfr. Istruzioni di Vigilanza, cit., sez. 1, par. 3.

<sup>10</sup> I crediti per cassa sono suddivisi in cinque categorie di censimento: rischi auto liquidanti, rischi a scadenza, rischi a revoca, finanziamenti a procedura concorsuale e altri finanziamenti particolari, sofferenze.

<sup>11</sup> I crediti di firma sono ripartiti in due categorie di censimento a seconda che siano connessi con operazioni di natura commerciale o finanziaria.

<sup>12</sup> Anche la sezione informativa è articolata in otto categorie di censimento che registrano, in relazione alla loro diversa natura e al ruolo ricoperto dal soggetto segnalante, le operazioni effettuate per conto di terzi, le operazioni in pool, i crediti passati a perdita, i crediti acquistati o ceduti a terzi.

<sup>13</sup> In base all’art. 18, comma 4 del Codice della privacy, la Banca d’Italia, quale ente pubblico non economico, non è tenuta a richiedere il consenso dell’interessato per il trattamento, così come gli stessi intermediari segnalanti i quali fruiscono dell’esenzione prevista dall’art. 24, comma 1, lett. a), del Codice, concernente i casi in cui la segnalazione avvenga in adempimento di un obbligo previsto dalla legge, da un regolamento o dalla normativa comunitaria.

<sup>14</sup> In particolare, le Istruzioni di Banca d’Italia (cap. II, sez. 1, par. 5) prevedono che la segnalazione vada effettuata quando ricorre almeno una delle seguenti condizioni: a) la somma dell’accordato ovvero quella dell’utilizzato del totale dei crediti per cassa e di firma è d’importo pari o superiore a euro 30.000; b) il valore delle garanzie ricevute complessivamente dall’intermediario è d’importo pari o superiore a euro 30.000; c) il valore intrinseco delle operazioni in derivati finanziari è pari o superiore a euro 30.000; d) la posizione del cliente è in sofferenza; e) l’importo delle operazioni effettuate per conto di terzi è pari o superiore a euro 30.000; f) il valore nominale dei crediti acquisiti per operazioni di factoring, sconto di portafoglio pro soluto e cessione di credito è pari o superiore a euro 30.000; g) sono stati passati a perdita crediti in sofferenza di qua-



Come costantemente ritenuto dall’Autorità Garante per la protezione dei dati personali<sup>15</sup> (e confermato dalla Cassazione nella sentenza in commento) , le finalità perseguite, la natura pubblica del soggetto titolare del trattamento dei dati e l’esistenza di una specifica disciplina legislativa e regolamentare relativa all’obbligatorietà delle segnalazioni, fanno ricadere la Centrale dei Rischi nell’ambito della previsione dell’art. 8, comma 2, lettera *d*), del Codice della privacy, a mente della quale i diritti previsti dall’articolo 7 del Codice medesimo<sup>16</sup> non possono essere esercitati con richiesta rivolta direttamente al titolare o al responsabile, o con ricorso ai sensi dell’articolo 145, se i trattamenti di dati personali sono effettuati *"da un soggetto pubblico, diverso dagli enti pubblici economici, in base ad espressa disposizione di legge, per esclusive finalità inerenti alla politica monetaria e valutaria, al sistema dei pagamenti, al controllo degli intermediari e dei mercati creditizi e finanziari, nonché alla tutela della loro stabilità"*. Il successivo articolo 8, comma 3, precisa tuttavia che, in questo caso, *"Il Garante, anche su segnalazione dell’interessato, ... provvede nei modi di cui agli articoli 157, 158 e 159 ..."*.

Il Codice delinea pertanto un duplice regime a seconda che i diritti relativi al trattamento dei dati in parola siano esercitati nei confronti degli intermediari segnalanti o della Banca d’Italia, quale soggetto gestore e responsabile del trattamento.

Nei confronti dei primi il cliente, oltre la richiesta diretta al titolare o al responsabile del trattamento dei dati (cfr. art. 9 del Codi-

---

lunque importo; h) il valore nominale dei crediti non in sofferenza ceduti a terzi dall’intermediario segnalante è pari o superiore a euro 30.000; i) sono stati ceduti a terzi dall’intermediario segnalante crediti in sofferenza di qualunque importo.

<sup>15</sup> Cfr., tra gli altri, provvedimenti del 26.07.2006 (citato in sentenza) e del 13.10.2008 in [www.garanteprivacy.it](http://www.garanteprivacy.it).

<sup>16</sup> Tra i più rilevanti: il diritto all’accesso ai dati personali e alle informazioni concernenti il sistema di trattamento; il diritto di ottenere l’aggiornamento, la rettifica o l’integrazione dei dati, nonché la loro cancellazione, trasformazione o il blocco quando trattati in violazione di legge.

ce), ove questa resti disattesa, conserva tutti i possibili strumenti di tutela diretta di tipo amministrativo<sup>17</sup>, alternativo a quella giurisdizionale<sup>18</sup> e giurisdizionale previsti dalla disciplina speciale<sup>19</sup> e da quella ordinaria<sup>20</sup>, ovvero può sollecitare, mediante segnalazione al

---

<sup>17</sup> La tutela amministrativa (cfr. art. 141, comma 1, lett. a) e b), ed artt. 142-144) contempla la possibilità di rivolgersi al Garante: a) mediante reclamo circostanziato, per rappresentare una violazione della disciplina, ovvero b) mediante segnalazione, se non è possibile presentare un reclamo circostanziato, al fine di sollecitare un controllo del Garante stesso. Al termine del procedimento (o anche in pendenza dello stesso qualora le ragioni del cliente non appaiono manifestamente infondate) il Garante può prescrivere al titolare del trattamento le misure opportune o necessarie per rendere il trattamento conforme alle disposizioni vigenti, nonchè disporre il blocco o vietare, in tutto o in parte, il trattamento che risulta illecito o non corretto ovvero quando vi sia il concreto rischio del verificarsi di un pregiudizio rilevante per uno o più interessati o per gli interessi della collettività.

<sup>18</sup> L'art. 141 comma 1, lett. c) e gli artt. 145-151 prevedono la possibilità per il cliente di adire con ricorso il Garante. Il ricorso, a pena di inammissibilità (ma fatti salvi i casi di pregiudizio imminente e irreparabile), deve essere preceduto dall'interpello preventivo al titolare del trattamento tenuto a rispondere entro 15 giorni dal ricevimento dell'interpello. Il ricorso non può essere proposto se per il medesimo oggetto e tra le stesse parti è stata già adita l'autorità giudiziaria e rende improponibile un'ulteriore domanda avente i medesimi contenuti avanti l'autorità giudiziaria stessa. Avverso il provvedimento che chiude il procedimento è comunque ammessa opposizione con ricorso al Tribunale ai sensi dell'art. 152. Il Codice disciplina in maniera analitica il procedimento che si svolge in contraddittorio; qualora il Garante ritenga fondato il ricorso, può ordinare al titolare, con decisione motivata, la cessazione del comportamento illegittimo, indicando le misure necessarie a tutela dei diritti dell'interessato e assegnando un termine per la loro adozione. La mancata pronuncia sul ricorso, decorsi sessanta giorni dalla data di presentazione, equivale a rigetto.

<sup>19</sup> Cfr. art. 152 del Codice, che prevede che il ricorso sia presentato presso la cancelleria del Tribunale del luogo ove risiede il titolare del trattamento; il Tribunale decide in ogni caso in composizione monocratica. Ove il ricorso sia promosso avverso un provvedimento espresso o tacito del Garante è previsto che lo stesso sia presentato a pena di inammissibilità entro il termine di trenta giorni; la proposizione del ricorso non sospende l'esecuzione del provvedimento del Garante, salvo che il giudice, qualora ricorrano gravi motivi, disponga diversamente in tutto o in parte con ordinanza impugnabile unitamente alla sentenza che definisce il giudizio. Quest'ultima, anche in deroga al divieto di cui all'art. 4 della legge 20.03.1865 n. 2248 all.E, può prescrivere le misure necessarie e disporre, ove richiesto, in merito al risarcimento del danno.

<sup>20</sup> La presenza della disciplina speciale prevista dal Codice della privacy risulta compatibile con il ricorso al provvedimento d'urgenza di cui all'art. 700 c.p.c. In passato il ricorso a tale forma di tutela cautelare veniva escluso nel presupposto dell'insussistenza del *periculum in mora*, posto che tutti i danni sarebbero stati risarci-

Garante, lo svolgimento degli accertamenti e dei controlli previsti dagli articoli 157, 158 e 159 del Codice.

Nei confronti della Banca d'Italia, ai sensi del richiamato art. 8, comma 2, sono invece preclusi la richiesta diretta (ex art. 9)<sup>21</sup> e la tutela alternativa a quella giurisdizionale (ex art. 145 e seguenti), restando peraltro operative le altre forme di tutela sopra menzionate.

Se gli strumenti di tutela azionabili non risultano coincidenti, identico tuttavia è il regime della responsabilità previsto dall'articolo

---

bili *ex post* per equivalente dall'intermediario responsabile (in tal senso cfr. Pret. Crotone, 23.1.1993, in Banca borsa tit. cred., 1994, II, 595; Trib. Roma, 3.11.1995, in Contratto e impresa, 1995, 2078). Tale orientamento deve ormai ritenersi superato da una pacifica giurisprudenza che ammette il ricorso ex art. 700 c.p.c. in caso di segnalazione illegittima alla Centrale rischi individuando il *periculum in mora* nel rischio che per effetto della erronea segnalazione, la situazione patrimoniale dei soggetti potenzialmente censiti in sofferenza potrebbe degenerare in senso negativo proprio in conseguenza della segnalazione stessa, pregiudizio questo che mal si presta ad essere oggetto di risarcimento per equivalente (cfr. Trib. Napoli, 22 ottobre 2002, in Giur. di Merito, 2002, 6; Trib. Roma, 6 marzo 2001, in Contratti, 2001, 1032; Trib. Alessandria, 20 ottobre 2000, in Banca Borsa, 2001, 571, con nota di Giusti, Presupposti di legittimità della segnalazione presso la Centrale dei Rischi di posizioni a «sofferenza» e limiti della tutela cautelare e risarcitoria a fronte della illegittima segnalazione; Trib. Brindisi, 26 settembre 2000, *ivi*, 2002, 219, con nota di Tarantino, In tema di segnalazione alla Centrale dei Rischi: profili di responsabilità della banca segnalante (e delle banche «terze»); Trib. Cagliari, 25 ottobre 2000, *ibid.*, 442, con nota di Tola, Aspetti problematici delle segnalazioni alla Centrale dei Rischi; Trib. Potenza, 30 giugno 2001, in Giur. Comm., 2002, II, 404, con nota di Marchese, Segnalazione dei crediti in sofferenza alla Centrale dei Rischi con particolare riferimento agli interessi tutelati dalla relativa normativa; Trib. Potenza, 4 maggio 2001, *ibid.*, II, 210, con nota di Serra, Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario; App. Milano 20 settembre 2006, in Foro it., 2007, I, 2893, con nota di L. Valdarnini e osservazioni di A. Palmieri, anche per ulteriori segnalazioni dottrinarie e giurisprudenziali. Si vedano anche Vespasiani, La responsabilità della banca da illegittima segnalazione di sofferenza del debitore alla Centrale Rischi della Banca d'Italia, in Resp. Civ., 2008, 920; Fabrizio, Segnalazione illegittima alla Centrale rischi e danno risarcibile, (nota a Trib. Bari 24 gennaio 2008), in Danno e Resp., 2008, 881; Grassi, La responsabilità della banca per illegittima segnalazione alla Centrale Rischi (nota a Trib. Campi Salentina 3 novembre 2005), in Resp. Civ., 2009, 120.

<sup>21</sup> L'esclusione trae fondamento dalla necessità di evitare che il volume delle richieste, in presenza di una raccolta dati e di un trattamento disciplinato dalla legge, ostacolino la normale gestione del sistema e, in tale ottica, un filtro è costituito dalla necessità di rivolgersi al Garante o all'Autorità giudiziaria.

15 del Codice<sup>22</sup>, in virtù del quale “*chiunque cagiona danno ad altri per effetto del trattamento dei dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell’articolo 2050 del codice civile*”, restando risarcibile anche il danno non patrimoniale qualora risultino violate le regole generali di trattamento dei dati contemplate dall’art. 11<sup>23</sup>.

Il richiamo alla norma codicistica in tema di esercizio di “attività pericolosa”, se lascia in capo al soggetto danneggiato la prova dell’esistenza del danno e del nesso di causalità<sup>24</sup>, fa incombere agli intermediari segnalanti e alla Banca d’Italia la prova liberatoria consistente nella dimostrazione di “*.. avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno*”<sup>25</sup>, non essendo a tal fine sufficiente la

---

<sup>22</sup> Indiscutibile anche sotto un profilo sistematico è l’applicazione dell’art. 15 del Codice anche alle Centrali rischi gestite da enti pubblici non economici, quali la Banca d’Italia, essendo la disposizione de quo compresa nel capo I del Titolo III del Codice, che raccoglie le regole generali valide per tutti i tipi di trattamenti dei dati, a prescindere dai soggetti coinvolti.

<sup>23</sup> L’art. 11 dispone che i dati personali oggetto di trattamento sono: a) trattati in modo lecito e secondo correttezza; b) raccolti e registrati per scopi determinati, espliciti e legittimi, ed utilizzati in altre operazioni del trattamento in termini compatibili con tali scopi; c) esatti e, se necessario, aggiornati; d) pertinenti, completi e non eccedenti rispetto alle finalità per le quali sono raccolti o successivamente trattati; e) conservati in una forma che consenta l’identificazione dell’interessato per un periodo di tempo non superiore a quello necessario agli scopi per i quali essi sono stati raccolti o successivamente conservati.

<sup>24</sup> La giurisprudenza di legittimità costantemente afferma che la responsabilità del danneggiante ex art. 2050 presuppone il previo accertamento a carico del danneggiato dell’esistenza del nesso eziologico tra l’esercizio dell’attività pericolosa e l’evento dannoso, non potendo essere il soggetto agente investito da una presunzione di responsabilità rispetto ad un evento a lui in alcun modo riconducibile (ex multis Cass. n. 4792/2001, n. 2796/1984)

<sup>25</sup> In dottrina, secondo taluni si tratterebbe di una forma di “responsabilità oggettiva evitabile”, altri propendono per un’ipotesi di “responsabilità aggravata”, comunque fondata su una colpa presunta, ma pur sempre rilevante, anche se di tenuissima entità: per una ricostruzione delle diverse posizioni si veda De Nicola, I danni da attività pericolose, in AA.VV., Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali, a cura di Viola, 2007, 202 e ss., nonché da ultimo Cass. 13.02.2009 n. 3528, con nota di Cerbara, Natura dell’attività di predisposizione del campo di gara, in Rivista di diritto ed economia dello sport, 2009, 111, Cass. 4.5.2004 n. 8457 in Foro it., I, 2004, 2378; nonché Berlingieri, La responsabilità civile derivante dal trattamento dei dati personali: natura giuridica, conseguenze, oneri probatori, in [www.pricacy.it](http://www.pricacy.it)). Illu-

prova negativa di non aver commesso alcuna violazione delle norme di legge, bensì quella positiva di avere impiegato ogni misura ed accortezza atta ad impedire l'evento dannoso<sup>26</sup>.

Ovviamente, diverso essendo il ruolo svolto nella raccolta e nella trasmissione dei dati nonché nel trattamento degli stessi da parte degli intermediari tenuti alle segnalazioni e della Banca d'Italia, la responsabilità di ciascuno andrà valutata in relazione al ruolo rivestito, non essendo tra loro configurabile una responsabilità solidale<sup>27</sup>.

In particolare, la Banca d'Italia, nella gestione della Centrale dei rischi è tenuta al coordinamento della raccolta dei dati, alla loro elaborazione ed alla comunicazione degli stessi al sistema creditizio e non già a svolgere alcuna attività istruttoria selettiva o di verifica in relazione alle singole segnalazioni ricevute<sup>28</sup>, né la disciplina del servizio contempla che la stessa possa autonomamente rettificarle o disattenderle.

Sotto un profilo normativo, il controllo affidato alla Banca d'Italia si limita infatti alla verifica ex post, in sede ispettiva, dell'attendibilità del sistema informativo del soggetto segnalante, dell'efficacia dei controlli interni e dell'affidabilità delle segnalazio-

---

minante comunque resta la relazione al codice civile del 1942 che, con riguardo all'art. 2050, testualmente asserisce che *“sulla materia non si è creduto di adottare alcuna delle soluzioni estreme: né quella che ammetterebbe a tali attività una responsabilità oggettiva, né quella che vi ricollegherebbe l'ordinaria responsabilità per colpa. Si è adottata una soluzione intermedia per la quale, sempre mantenendo la colpa a base della responsabilità, non solo si è posta a carico del danneggiante la prova liberatoria, ma si è ampliato il contenuto del dovere di diligenza che è posto a suo carico”*.

<sup>26</sup> L'eventuale concorso del fatto del danneggiato o di un terzo produce effetti liberatori solo se la sua incidenza o rilevanza sia tale da escludere il nesso causale tra attività pericolosa ed evento e non già quando costituisce elemento concorrente nella produzione del danno, inserendosi in una situazione di pericolo che ne abbia reso possibile l'insorgenza a causa dell'inidoneità delle misure preventive adottate (Cass. n. 4710/1991).

<sup>27</sup> In tal senso Liace, *Erronea segnalazione alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca* (nota a Trib. Lecce del 25.08.2003), in *Danno e Resp.*, 2004, 746.

<sup>28</sup> In tal senso, cfr. Trib. Napoli 19.01.1998, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, II, 452; Bontempi, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2002, 56, nota 21. Si veda anche Trib. Avezzano 12.06.1998, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1999, II, 452.

ni, applicandosi, in caso di violazione delle disposizioni regolanti il servizio, la sanzione amministrativa pecuniaria di cui all'art. 144 Tub<sup>29</sup>.

Peraltro il richiamo alla responsabilità ex art. 2050 induce a ritenere che la Banca d'Italia stessa sia tenuta al trattamento di "dati esatti e aggiornati", a prescindere dall'inerzia o dal ritardo degli intermediari nell'aggiornamento delle segnalazioni o nello svolgimento delle verifiche chieste dagli interessati<sup>30</sup>.

Ne consegue che - come d'altronde già previsto dal Provvedimento generale del Garante del 31.07.2002 per i sistemi di informazione creditizia privati - la Banca d'Italia è tenuta ad attivarsi per correggere o integrare le informazioni presenti nella Centrale Rischi, non solo a seguito di una richiesta di rettifica dei dati avanzata da parte dei soggetti interessati nei modi previsti dalla legge, ma in modo continuo, attraverso l'implementazione di procedure interne, consistenti in controlli di congruità di carattere logico-formale dei dati raccolti e finalizzate ad un controllo effettivo della qualità dei dati da trattarsi<sup>31</sup>. Ove dalla verifica della qualità dei dati si rilevino delle incongruità, occorrerà sollecitare i soggetti segnalanti alle necessarie integrazioni e correzioni.

Va, peraltro, ricordato, che la Centrale Rischi della Banca d'Italia risulta già dotata di un apposito sistema di verifica della congruità dei dati segnalati, sicchè, in sede di giudizio, la prova liberatoria prevista dall'art. 2050 c.c. di aver adottato tutte le misure opportune tese ad evitare il danno verterà inevitabilmente

---

<sup>29</sup> Cfr. Istruzioni Banca d'Italia, cit., Cap. I, sez. 1, par. 6.

<sup>30</sup> E anche in tale ottica si spiega il venir meno nel testo attuale delle Istruzioni dell'affermazione, in precedenza prevista, secondo la quale la Banca d'Italia "*non può assumere alcuna responsabilità per le conseguenze causate da errori, inadempienze o uso incauto delle informazioni scambiate con gli intermediari, sui quali tale responsabilità ricade interamente*".

<sup>31</sup> Con specifico riferimento alle centrali rischi private, cfr. Policella, op. cit., 263.

sull'adeguatezza di tale sistema, in relazione alla concreta fattispecie sottoposta al giudicante<sup>32</sup>.

Diversa è invece la posizione dell'intermediario segnalante il quale, oltre a una puntuale osservanza delle norme che regolano il servizio, deve essere in grado di dimostrare di aver trattato correttamente e con diligenza i dati e di aver utilizzato tutte le tecniche più avanzate nel momento in cui ha provveduto alla loro raccolta, valutazione (ove prevista) e al loro inoltro, essendo tenuto “ .. a controllare le segnalazioni di rischio trasmesse alla Banca d'Italia e a rettificare di propria iniziativa le segnalazioni errate o incomplete ..” (particolarmente quelle relative ai dati anagrafici), anche sulla base delle informazioni ricevute quale flusso di ritorno<sup>33</sup>.

La prova liberatoria richiesta all'intermediario presenta dunque un più elevato margine di difficoltà, tanto più quando la segnalazione non riguardi dati assolutamente obiettivi, ma possa presentare margini di opinabilità (come l'appostazione o meno di una determinata esposizione a sofferenza), opinabilità che peraltro non esime

---

<sup>32</sup> Il sindacato ovviamente potrà concernere l'idoneità dei controlli di congruità a rilevare gli errori relativi a dati obiettivi (generalità anagrafiche, dati temporali e quantitativi relativi alle esposizioni, laddove le comunicazioni si presentino sul punto come contraddittorie: si ipotizzi il caso in cui la data di inizio del finanziamento, registrata nella banca dati, è posteriore rispetto alla data di chiusura del finanziamento oppure dette date coincidono), mentre non potrà estendersi a quei dati che originano anche da valutazioni soggettive dell'intermediario e che rimangono, almeno ex ante, nell'esclusiva sfera di competenza dello stesso (tra le quali rientra il giudizio se una determinata posizione debba essere appostata o meno a sofferenza), a meno che anche tali dati non risultino in qualche modo contraddittori con altri oggetto di segnalazione.

<sup>33</sup> Così le Istruzioni di Banca d'Italia, le quali precisano che nel caso in cui gli intermediari si avvalgano di centri di elaborazione esterni per lo scambio di informazioni con la Centrale dei Rischi, la responsabilità circa le informazioni fornite, l'osservanza degli adempimenti e dei termini previsti per la loro trasmissione e, in generale, il corretto svolgimento del servizio rimane a carico degli stessi (Cap. I, sez. 1, par. 5). In dottrina cfr. Liace, op. cit.; Clarizia, La responsabilità civile nella l. 675 del 1996, in Dir. inf., 1998, 246; Puligheddu, Trattamento dei dati personali e responsabilità da esercizio di attività pericolosa, in Responsabilità comunicazione impresa, 1998, 445; Campobasso, Servizi bancari e finanziari e tutela del contraente debole: l'esperienza italiana, in Banca, borsa e tit. cred., 1999, I, 562.

da responsabilità risarcitoria ove in sede di successivo giudizio resti accertata l'erroneità o l'illegittimità della segnalazione.

Pertanto, gli intermediari, nella valutazione delle posizioni di rischio caratterizzate da margini di discrezionalità valutativa, si trovano strutturalmente esposti al *trade-off* di procedere alla segnalazione a sofferenza (esponendosi a eventuali richieste risarcitorie della clientela) ovvero di soprassedere alla stessa (soggiacendo agli eventuali rilievi in sede ispettiva di Banca d'Italia in relazione alla vigilanza di stabilità ad essa affidata), anche quale conseguenza dell'univocità che la nozione di "sofferenza" assume nella disciplina della Centrale dei rischi e in quella relativa alla vigilanza prudenziale.

D'altronde la natura e le finalità della vigilanza prudenziale impongono, anche qualora la segnalazione sia da considerarsi illegittima (come nel caso in cui il credito vantato sia riconosciuto nullo, senza diritto della banca a ripetere l'indebitito), che la banca debba comunque registrare una esposizione di difficile recuperabilità e poi una perdita, che influiscono sull'andamento dei suoi ratios patrimoniali. Il che impone di trovare meccanismi compositivi del suindicato *trade-off* (vedi *infra*).

3. Il secondo principio affermato dalla sentenza in commento concerne i presupposti che legittimano la segnalazione "a sofferenza" di una determinata esposizione, alla luce di quanto disposto dalle stesse Istruzioni di Banca d'Italia in tema di Centrale dei Rischi<sup>34</sup>.

---

<sup>34</sup> L'esame condotto dal Supremo Collegio invero investe la nozione di "sofferenza" prevista dall' VIII aggiornamento in data 14 novembre 2001 della Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991 disciplinante la Centrale dei Rischi, laddove parzialmente diversa, seppur in maniera non rilevante, è la vigente disciplina (XII aggiornamento del 27 marzo 2009), nella quale non risulta più previsto un "glossario" e si è espunta la nozione di stato d'insolvenza come "incapacità non transitoria di adempiere le obbligazioni assunte".



Nell'opera di ricostruzione la Cassazione si allinea ai suoi precedenti<sup>35</sup>, ritenendo che la segnalazione di una posizione “a sofferenza” non richiede necessariamente la presenza di uno stato d'insolvenza quale previsto dall'art. 5 della legge fallimentare, inteso dunque come situazione di incapacità non transitoria dell'imprenditore di far fronte alle proprie obbligazioni a causa di una crisi irreversibile dell'impresa<sup>36</sup>.

La conclusione raggiunta appare pienamente condivisibile sia perché il testo delle Istruzioni<sup>37</sup> fa riferimento, oltre che allo “*stato d'insolvenza, anche non accertato giudizialmente*”, anche a “*.. situazioni sostanzialmente equiparabili, indipendentemente dalle eventuali previsioni di perdita formulate dall'azienda*”<sup>38</sup>; sia perché sarebbe contrario alla stessa logica del sistema di centralizzazione dei rischi segnalare l'esposizione solo quando questa abbia rilievo “fallimentare”, frustando così l'obiettivo di fornire all'intermediario uno strumento informativo in grado di accrescere la capacità di valutazione della percentuale di rischio di credito; sia, infine, perché nei casi di conclamata irrecuperabilità dell'esposizione, il credito subi-

---

<sup>35</sup> La sentenza in commento recupera pedissequamente ampi stralci argomentativi di Cass. n. 21428 del 12.10.2007 (la si veda in Corr. Giur., 2007, 1645, con nota di Carbone, Responsabilità della banca: comunicazione alla centrale rischi di crediti in contestazione), conformandosi anche alle precedenti Cass. n. 16123/2006, Cass. 19894/2005 (in Banca, borsa e tit. cred. 2008, 2, 19 ss, con nota di Mondani) e Cass. n. 6257/2002.

<sup>36</sup> Per la tesi, ormai da ritenersi definitivamente superata, secondo cui la segnalazione di un credito a sofferenza presuppone la sussistenza di una condizione economica riconducibile alla previsione dell'art. 5 l. fall. cfr. Trib. Roma 10 marzo 1998, in Banca, borsa e tit. cred., 1999, II, 452; Trib. Alessandria 20 ottobre 2000, in Banca, borsa e tit. cred., 2001, II, 571, con nota di Giusti, Presupposti di legittimità della segnalazione presso la Centrale dei Rischi di posizioni a «sofferenza» e limiti della tutela cautelare e risarcitoria a fronte della illegittima segnalazione; Trib. Palermo 4 novembre 2002, in Giur. di merito, 2003, 207.

<sup>37</sup> Cfr. cap. II, sez. 1, par. 1.5.

<sup>38</sup> E quindi a prescindere dall'esistenza di eventuali garanzie reali o personali.

sce una diversa classificazione, passando da credito a sofferenza a credito in perdita<sup>39</sup>.

Nella valutazione della ricorrenza o meno dei presupposti della segnalazione si deve quindi avere riferimento ad un giudizio negativo della situazione patrimoniale, apprezzabile come "deficitaria", ovvero come "grave difficoltà economica", senza quindi alcun riferimento al concetto di incapacienza ovvero di "definitiva irrecuperabilità". Tanto più che l'irrecuperabilità potrebbe essere oggettivamente esclusa, stante l'eventuale sussistenza di capienti garanzie che, come detto, tuttavia non precludono l'appostazione a "sofferenza"<sup>40</sup>.

La disciplina della Centrale dei rischi ammette dunque che venga in funzione preventiva segnalato il soggetto che versa in una situazione economico-finanziaria "precaria", colorandosi in tal mo-

---

<sup>39</sup> Per questa impostazione, prevalente anche nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Brindisi 26 settembre 2000, in Banca borsa tit. cred., 2001, II, 219, con nota di Tarantino, secondo cui lo stato d'insolvenza, a cui fanno cenno le Istruzioni di vigilanza, corrisponde a quello fallimentare, laddove le situazioni equiparabili sembrano invocare il presupposto ex art. 187 l. fall. per l'amministrazione controllata; Trib. Cagliari 25 ottobre 2000, in Riv. giur. sarda, 2002, 369, con nota di Chessa; Trib. Catania 2 aprile 2003, in Dir. & giust., 2003, 67; Trib. Padova, 5 aprile 2004, con nota di Zanardo, Il concetto di insolvenza tra diritto fallimentare e normativa bancaria: la segnalazione di crediti in sofferenza alla Centrale dei Rischi, in Il dir. fall. e delle soc. comm., 2006, 255. In dottrina cfr. Pisapia, La responsabilità degli intermediari finanziari in caso di erronea segnalazione alla centrale dei rischi, in Società, 2004, 961; Liace, La responsabilità civile della banca per erronea segnalazione alla centrale dei rischi, in Giur. merito, 2004, 509; Barbiera-Gentile, Diritto della banca e dei contratti bancari, Padova, 2003, 85.

<sup>40</sup> E in tal senso Cass. 21428/2007 ha asserito che dalla nozione di "sofferenza" che scaturisce dal testo delle Istruzioni di Banca d'Italia è estranea l'insussistenza (eventuale) di una oggettiva previsione di perdite, nel senso che la sofferenza ".... può ben sussistere anche qualora il patrimonio del debitore consenta ancora, allo stato, e nel contesto della sua negatività, margini oggettivi di rientro (magari attraverso mezzi non del tutto "normali", ovvero secondo una linea prospettica di effettivo preannuncio del passaggio a pagamenti "irregolari"), ciò che conta, in sostanza, essendo la chiara e documentabile emergenza che, al momento, detto patrimonio non si affidi alla previsione di una capacità di rientro "sicuro", secondo quanto conferma, del resto, la circostanza che "sofferenza" può darsi anche se la previsione di "assenza di perdite" dipenda non dall'esistenza di (efficienti) garanzie, bensì da ragioni interne al patrimonio debitorio".

do lo “stato di insolvenza” (pure evocato nelle Istruzioni) dei caratteri della “transitorietà e superabilità”, tanto da far ritenere che nella disciplina in parola il richiamo all’insolvenza non si configura come certezza dell’inadempimento, ma come generica probabilità del suo verificarsi<sup>41</sup>.

Per converso le stesse Istruzioni precisano che *“l’appostazione a sofferenza implica una valutazione da parte dell’intermediario della complessiva situazione finanziaria del cliente e non può scaturire da un mero ritardo di quest’ultimo nel pagamento del debito”*.

Ne consegue che, ai fini dell’appostazione “a sofferenza” di una determinata esposizione, da un lato, il giudizio dell’intermediario dovrà essere riferito allo stato economico-finanziario complessivo dell’affidato<sup>42</sup> e non al singolo rapporto di credito “in sofferenza”; dall’altro, lo stato di instabilità patrimoniale e finanziaria in cui si trova il soggetto da segnalare dovrà essere idoneo, per il suo carattere non transeunte e persistente, ad intralciare in maniera temporalmente significativa il recupero del proprio credito da parte dell’intermediario<sup>43</sup>.

---

<sup>41</sup> Liace, Erronea segnalazione alla centrale dei rischi e responsabilità della banca (nota a Trib. Lecce 25.08.2003), in *Danno e Resp.* 2004, 746; negli stessi termini Pisapia, La responsabilità degli intermediari finanziari in caso di erronea segnalazione alla Centrale dei rischi, in *Società*, 2004, 961.

<sup>42</sup> In particolare il soggetto segnalante deve verificare, sulla base degli elementi oggettivi a sua disposizione, se il proprio debitore si trovi in una situazione che induca a ritenere la riscossione del credito a rischio, dovendo tenere conto di elementi quali la liquidità del soggetto, la sua capacità produttiva e reddituale, la situazione di mercato in cui opera, l’ammontare complessivo del credito: fermo restando che tali elementi non possono integrare da soli i presupposti per la segnalazione laddove la concreta situazione del cliente non crei allarme quanto alla sua generale solvibilità; in questi termini Fabrizio, Segnalazione illegittima alla Centrale rischi e danno risarcibile, (nota a Trib. Bari 24 gennaio 2008), cit., 881, e in giurisprudenza, cfr. Trib. S. M. Capua Vetere 5 febbraio 2006, Trib. S.M. Capua Vetere, 5 febbraio 2006, in [www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/250.htm](http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/250.htm); Trib. Napoli 18 marzo 2005, in *Foro it.*, Rep. 2005, Banca, credito e risparmio, n. 131.

<sup>43</sup> Cfr. Trib. Alessandria, ord. 20.10.2000, in *Banca, borsa, tit. cred.* 2001, II, 571 e Trib. Pescara, ord. 21 dicembre 2006, in *Foro it.*, 2007, I, 2615. Laddove poi la diffi-

Il mero inadempimento del debito verso la banca o il ritardo nell'adempimento non comportano pertanto di per sè la qualificazione della posizione come "sofferenza", qualora non supportati dal riscontro oggettivo di una situazione patrimoniale deficitaria che si caratterizzi per una grave e non transitoria difficoltà economica, nei termini suddetti<sup>44</sup>.

La necessità che l'appostazione a sofferenza si fondi su un giudizio che ricolleggi eziologicamente l'esposizione debitoria ad una effettiva situazione di difficoltà economico finanziaria, conduce poi, in linea di principio, a ritenere irrilevante l'eventuale manifestata volontà di non adempiere da parte del debitore<sup>45</sup>. E ciò, si badi bene, a prescindere dai motivi che abbiano indotto il debitore a palesare tale volontà: siano essi riconducibili a una sua ritenuta (e dichiarata) impossibilità di adempiere, che dunque non sottrarrà

---

coltà economica del cliente presenti caratteristiche di temporaneità, si sarà in presenza di un "incaglio", come è il caso del debitore che abbia tempestivamente offerto all'intermediario di regolare la propria esposizione attraverso un pagamento dilazionato; in tal senso Trib. Cagliari 25 ottobre 2000, op. cit. A sofferenza devono invece continuare ad essere censiti i crediti ristrutturati già in precedenza censiti a sofferenza: cfr. Istruzioni cit., cap. II, sez. 1, par. 1.5

<sup>44</sup> Cfr. ancora Cass. 21428/2007 cit., a mente della quale è altresì estraneo al concetto di sofferenza *".. la sussistenza di un inadempimento, stante l'inidoneità, ai fini che qui interessano, di una situazione patrimoniale debitoria tale da proporre un rischio sì attuale, ma sostanzialmente generico, come pure di una illiquidità di taglio non strutturale ma contingente e del "mero ritardo" (appunto) nei pagamenti, nonché, più in generale, della mancata puntualità nei pagamenti stessi, onde un simile inadempimento, ancorché accompagnato (semmai) da un esplicito rifiuto di adempiere, quante volte non risulti correlato ad un oggettivo stato di difficoltà di far fronte alle proprie obbligazioni, non comporta la qualificazione della posizione del credito in termini di "sofferenza", laddove l'eventuale iscrizione, da parte della banca, del credito in tale categoria, nonostante il mero inadempimento senza insolvenza, costituisce un comportamento illecito suscettibile di dare luogo al relativo risarcimento del danno"*.

<sup>45</sup> Oltre la sentenza in commento, in senso conforme Cass. 21428/2007, sopra riportata, Trib. Brindisi 20 luglio 1999 e, in dottrina, da ultimo, Vespasiani, La responsabilità della banca da illegittima segnalazione di sofferenza del debitore alla Centrale Rischi della Banca d'Italia, cit., 920; Fabrizio, Segnalazione illegittima alla Centrale rischi e danno risarcibile, (nota a Trib. Bari 24 gennaio 2008), cit., 881.

l'intermediario dalla valutazione di cui sopra, ovvero alla contestazione che egli faccia del credito vantato dall'intermediario stesso.

Sul punto, tuttavia, la Cassazione in commento appare incidentalmente dare qualche rilievo anche alla "serietà" della contestazione<sup>46</sup>, nel senso che solo la contestazione che appaia non meramente strumentale, escluderebbe il rilievo autonomo, ai fini dell'appostazione a sofferenza, della manifestata volontà di non adempiere da parte del debitore.

Tale affermazione se per un verso apre spiragli di incertezza, rimettendo all'intermediario di valutare quando una contestazione possa essere considerata "seria" o meno, imponendogli in buona sostanza un "outing" sulla fondatezza e legittimità della propria pretesa creditoria, per altro, si palesa contraria alla disciplina, laddove sembra presupporre che la manifestata volontà di non adempiere, ove non sorretta da congrua giustificazione volta ad inficiare la pretesa creditoria, possa dar luogo a segnalazione, a prescindere dal riscontro di una situazione di oggettiva incapacità finanziaria.

Invero la giurisprudenza di merito si è talora espressa sulla non conformità alla normativa speciale di settore (e al canone generale di buona fede) della segnalazione a sofferenza di un debito dal cliente che risulti tra le parti contestato (c.d. credito litigioso), qualora la contestazione abbia i caratteri della non manifesta infondatezza e sia alla base del rifiuto del debitore di adempiere; tanto più quando la segnalazione venga utilizzata come mezzo di illecita pressione, rivolta ad esempio ad una definizione più sollecita ed a condizioni più "gradite" della controversia<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> Vi si legge infatti che "... si che ciò che rileva è la situazione "oggettiva" di incapacità finanziaria (incapacità non transitoria di adempiere alle obbligazioni assunte) mentre nessun rilievo assume la manifestazione di volontà di non adempimento se giustificata da una seria contestazione sull'esistenza del titolo del credito vantato dalla banca".

<sup>47</sup>Trib. Cagliari, ord. 28.11.1995, in Banca, borsa e tit. cred, 1997, II, 357; Trib. Pescara, ord. 21 dicembre 2006, in Foro it., 2007, I, 2615.

Tuttavia, ammettere che la contestazione del credito (al di là delle problematiche relative alla soggettività del giudizio sulla sua fondatezza) possa essere dirimente al fine di non procedere ad una segnalazione, frusterebbe le finalità stesse cui si ispira la Centrale dei Rischi, laddove il soggetto da segnalare si trovi comunque nella oggettiva situazione di difficoltà economico-finanziaria che giustifica la segnalazione.

Al riguardo un originale e salomonico tentativo di componimento dei diversi interessi in gioco è stato proposto da quella giurisprudenza che, in sede cautelare, ha respinto la richiesta avanzata dal cliente di cancellazione della segnalazione alla Centrale dei Rischi, ordinando tuttavia che presso la Centrale medesima fosse inserita la precisazione che il credito segnalato era contestato<sup>48</sup>.

Ed analoga soluzione è prevista dall'art. 8, comma 6, del codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi informativi gestiti da soggetti privati in tema di crediti al consumo, affidabilità e puntualità dei pagamenti entrato in vigore il 1° gennaio 2005 con riferimento "alle contestazioni relative ad inadempimenti del venditore/fornitore dei beni o servizi oggetto del contratto, sottostante al rapporto di credito". Tale disposizione infatti fa obbligo al gestore di annotare "senza ritardo nel sistema", tramite specifica codifica in corrispondenza dei dati dell'esposizione, la notizia relativa alla presenza di contestazioni dell'interessato; a tale annotazione il gestore del sistema deve procedere su richiesta del partecipante al sistema o dell'interessato (in quest'ultimo caso, dando avviso al partecipante).

Una modifica in tal senso anche della disciplina della Centrale dei Rischi ridurrebbe l'incidenza del trade-off segnalato in conclusione del precedente paragrafo ed escluderebbe che alla Banca d'Italia, quale soggetto gestore del sistema, possa essere eventual-

---

<sup>48</sup> Così Trib. Lecce, ord. 25.08.2003 (con nota di Liace, Erronea segnalazione alla Centrale dei rischi e responsabilità della banca), cit., 746, con specifico riguardo alla precisazione che " .. il credito è in contestazione e che allo stato attuale appare inesistente, considerate le risultanze della CTU".

mente contestato di non avere adottato, ai sensi dell'art. 2050 c.c., una misura (quale quella prospettata) idonea ad evitare (o comunque a circoscrivere) il danno.

*Marco Sepe*

Straordinario di Diritto dell'Economia  
nell'Università TEL.M.A. di Roma

# I

## CORTE DI CASSAZIONE

20 gennaio 2009, n. 2071

### **Richiesta di autorizzazione attività bancaria - Operatività del silenzio-assenso - Esclusione - Provvedimento di diniego - Natura recettizia - Esclusione**

*In tema di abusiva attività bancaria, l'istituto del silenzio-assenso non opera con riferimento alla richiesta di autorizzazione all'esercizio di tale attività e il provvedimento di diniego da parte della Banca d'Italia non ha natura di atto recettizio. Nel caso di specie è stata ritenuta la sussistenza del reato previsto dall'art. 131 d. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, in esso assorbito il reato ex art. 130 del medesimo d. lgs. in relazione, tra l'altro, all'uso indebito dello strumento finanziario denominato "warrant su obbligazioni".*

(D. lgs. 1 settembre 1993, n. 385, artt. 11, 14, 130 e 131)

[omissis]

Visti gli atti, la sentenza ed il ricorso; udito il Procuratore Generale in persona del Dott. Salzano Francesco, che ha concluso per il rigetto;

Fatto e Diritto



I fratelli Romanelli Massimo, Romanelli Paolo e Romanelli Elena, nella qualità, rispettivamente, di presidente del C.d.a. della Romanelli Finanziaria spa e della Romanelli Banca spa, il primo, di vice presidente il secondo e di consigliere la terza, sono stati tratti a giudizio dinanzi al Tribunale di Firenze per rispondere dei reati contestati nei seguenti termini.

Al capo A) era stata elevata a tutti e tre i ricorrenti la imputazione di violazione, in concorso, del D.Lgs. n. 385 del 1993, artt. 130 e 131, (T.U. della legge bancaria), per avere esercitato abusivamente attività bancaria e raccolta di risparmio tra il pubblico e al capo B) - riguardante il solo Romanelli Massimo - la simulazione di reato.

Il capo A) si articolava in due contestazioni, ognuna delle quali riferentesi ad una delle due persone giuridiche con le quali i ricorrenti avevano operato, ponendo in essere condotte analoghe. Si erano cioè contestati al capo A1) l'abusivo esercizio della raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, in assenza della autorizzazione della Banca d'Italia, tramite la Finanziaria Romanelli.

La illecita condotta sarebbe stata consumata dalla finanziaria emettendo dei titoli di credito atipici, formalmente denominati "warrants", dal 1998 al 2002. Tali titoli avevano la caratteristica sostanziale di connotarsi come "fondi con obbligo di rimborso" per l'emittente e quindi erano stati ritenuti tali da costituire per la finanziaria una "raccolta di risparmio e una provvista per l'esercizio del credito". Ai ricorrenti era stato contestato nello stesso capo di avere pure consentito ai clienti di accedere ai conti correnti presso la finanziaria e operare prelievi e depositi, anche con facoltà di scoperto.

Al capo A2) si contestava l'abusivo esercizio di attività bancaria tramite la Romanelli banca spa, subentrata alla Romanelli finanziaria nella gestione dei crediti. E ciò nella forma della abusiva raccolta del risparmio, della pubblicizzazione della attività bancaria nonostante il diniego della autorizzazione della Banca d'Italia. Tale capo

di imputazione veniva integrato alla udienza del 7 febbraio 2003 con la precisazione che:

a) la data finale di consumazione di tale reato- originariamente indicata "dal 1998 a tutt'oggi"- doveva intendersi quella del giorno stesso della udienza di inizio trattazione del processo;

b) l'attività bancaria in contestazione era anche ("tra le quali") quella della apertura dei conti correnti e emissione di assegni. [omissis]

Il Tribunale, con sentenza del giugno 2005, aveva affermato la responsabilità dei ricorrenti in ordine ad una parte soltanto delle imputazioni: e precisamente, del reato di cui al cit. T.U. bancario art. 131, in esso assorbito il reato ex art. 130, [omissis] .

La Corte di appello di Firenze, con la sentenza che qui si impugna, confermava integralmente la decisione gravata applicando il condono (che, quanto a Romanelli Massimo, copre la pena nella misura di anni tre e della pena pecuniaria, su quella di anni tre e mesi sei invece inflitta).

La Corte di appello aveva precisato in sentenza che i fratelli Romanelli avevano cominciato ad operare con la Romanelli Finanziaria - società autorizzata come tale solo all'espletamento di attività di intermediazione finanziaria - a svolgere invece attività abusiva di raccolta di risparmio tra il pubblico. Tale ultima attività è infatti riservata alle sole banche e non anche alle società finanziarie. Essa era stata posta in essere dalla finanziaria adottando uno speciale strumento finanziario chiamato "warrant su obbligazioni" emesse dalla stessa Romanelli finanziaria.

Si trattava di titoli apparentemente rappresentativi soltanto di un diritto di opzione per l'acquisto di obbligazioni emesse, peraltro, dalla stessa società. In pratica, però, secondo la tesi accreditata dai Giudici di merito, si trattava di prodotti finanziari volti alla raccolta del pubblico risparmio.

La palese illiceità di tale attività era emersa da una serie di eventi che la Corte riepilogava.

[*omissis*]

Alla Romanelli Finanziaria era subentrata, nel 2000, la Romanelli Banca (partecipata al 99% dalla Romanelli Finanziaria e dotata del medesimo consiglio di amministrazione).

La nuova società aveva cominciato a gestire i noti warrant emessi dalla precedente, a gestire i conti correnti e a pubblicizzare l'inizio della attività bancaria vera e propria: il tutto però, nonostante la mancanza della autorizzazione della Banca d'Italia che, anzi, il 30 ottobre 2000 aveva rigettato la richiesta di autorizzazione all'esercizio della attività bancaria.

In conclusione era integrato il reato cit. T.U. leggi bancarie ex art. 131, contestato ai capi A1 e A2 e realizzato prima tramite la Romanelli finanziaria spa e poi attraverso la Romanelli banca spa.

Si deduce per Romanelli Massimo (avv. Marchese):

1) - 2) - 3) - 4) [*omissis*]

5) la mancata assunzione di prova decisiva ex art. 606 c.p.p., lett. d). La difesa aveva premesso al Giudice di primo grado, ai fini dell'art. 495 c.p.p., e poi al Giudice dell'appello nella prospettiva dell'art. 603 c.p.p., che la Banca Romanelli era stata oggetto di decreto di omologa del Tribunale e poi di iscrizione nel registro delle imprese sul presupposto, indicato rispettivamente dall'art. 2329 c.c., e cit. TULB art. 14, comma 3, che sussistessero le necessarie autorizzazioni, ossia quella rilasciata dalla Banca d'Italia. Per tale ragione era stata chiesta l'escussione di tutti i soggetti (magistrati e funzionari) che avevano preso parte alle procedure citate al fine di far chiarire loro se l'autorizzazione alla attività bancaria fosse stata o meno concessa. La Corte aveva dunque negato la citazione dei testi sulla base di un ragionamento non consentito che è stato quello di ipotizzare al più che tutti fossero caduti in un errore interpretativo.

6) la erronea applicazione del cit. TULB art. 131, (in relazione alla contestazione di abusiva attività bancaria mossa alla Banca Romanelli; capo A2), nonché il correlato vizio di motivazione. Era stato

ritenuto l'abusivismo della attività bancaria svolta (peraltro a partire dall'aprile 2002) ritenendo inesistente, sin dal 30 ottobre 2000, l'autorizzazione della Banca d'Italia. In realtà i Giudici avevano ommesso di rilevare che il provvedimento di diniego della autorizzazione, emesso dal vice direttore della filiale di Firenze della Banca d'Italia, era illegittimo perché adottato da autorità incompetente. I Giudici avrebbero perciò dovuto disapplicare l'atto di diniego ai sensi della L. n. 2248 del 1865, art. 5.

L'atto era poi stato emesso dopo la scadenza del termine di 90 giorni dalla richiesta fissato dalle Istruzioni di Vigilanza. Tale termine doveva ritenersi come perentorio e non meramente ordinatorio, diversamente da quanto rilevato dai Giudici del merito, altrimenti non trovando spiegazione le disposizioni che ne regolano la interruzione e nuovo decorso in determinate evenienze. Da tale premessa discende che il non avere tenuto conto della inutile decorrenza del termine perentorio ha comportato la violazione delle norme sul procedimento amministrativo: e segnatamente della L. n. 241 del 1990, artt. 19 e 20, espressamente richiamate dal cit. TULB art. 4, che disciplinano in via generale l'istituto del silenzio - assenso.

Una simile interpretazione, del resto, aveva già trovato l'avallo del Tribunale civile di Firenze nella sentenza che aveva decretato il fallimento della società in esame. Il Tribunale aveva optato per tale interpretazione sul presupposto che si trattava di termine connesso ad una decisione priva del connotato della discrezionalità in capo all'istituto di vigilanza una volta riscontrati i presupposti di legge.

In terzo luogo era comunque da escludere che fosse corretto il computo operato dalla Corte d'appello per sostenere che il detto termine fosse stato comunque rispettato nella specie. La Corte aveva invero correttamente indicato tale termine nel 30 ottobre 2000 ma aveva "sorvolato" non solo la questione che ad emetterlo in tale data fosse stata l'articolazione periferica dell'istituto di vigilanza. In più, aveva ignorato che il provvedimento era stato ricevuto dagli interessati il 3

novembre successivo. Ed è al momento della ricezione dell'atto che la giurisprudenza amministrativa di regola fa riferimento per stabilire se si sia formato o meno il silenzio - assenso.

In conclusione, il provvedimento autorizzatorio doveva ritenersi formato per effetto del silenzio - assenso e quello di segno opposto successivamente emesso doveva considerarsi inutiliter datum (ancora una volta in base alla giurisprudenza amministrativa). La Banca Romanelli aveva perciò operato del tutto legittimamente.

7) - 8) - 9) [*omissis*]

I ricorsi sono infondati e debbono essere rigettati. [*omissis*]

Il quinto motivo di ricorso è da ritenere, unitamente al primo motivo aggiunto, manifestamente infondato. Con essi si lamenta la mancata assunzione di prove decisive. Occorre però precisare che non rientra nella categoria della prova decisiva, di cui all'art. 606 c.p.p., comma 1, lett. d), la prova aperta ad ogni esito e pertanto tale che non le si può riconoscere preventivamente efficacia decisiva, e cioè la capacità di e contrastare le acquisizioni processuali contrarie, elidendone l'efficacia e provocando una decisione contraria (v. 235310).

In tale prospettiva non possono definirsi decisive le prove di cui si lamenta, nel caso di specie, la mancata acquisizione. Infatti non risulta nemmeno dedotto dai ricorrenti che i testi indicati avrebbero potuto deporre sulla sicura esistenza della autorizzazione della attività bancaria, essendo invece soltanto prospettato che gli stessi avrebbero potuto chiarire se nelle procedure di omologa e iscrizione della società nel registro delle imprese "ci fosse o meno la famosa autorizzazione (pag. 26 ricorso)". La loro deposizione, in definitiva, appariva sin dall'inizio a "esito aperto" non risultando a priori che avessero operato e deciso in presenza della detta autorizzazione; in più, ove l'escussione fosse stata volta ad acquisire la dichiarazione dei detti magistrati e funzionari sul fatto che essi avevano ritenuto formato il silenzio - assenso, si sarebbe trattato comunque di una in-

interpretazione normativa, come tale non avente carattere costitutivo ne' vincolante. [omissis]

Il sesto motivo del ricorso di Romanelli Massimo ed il quarto del ricorso degli altri ricorrenti sono infondati.

È da rilevare la correttezza dei rilievi della Corte di merito a) sulla piena legittimità del diniego di autorizzazione alla attività bancaria; b) sulla non operatività dell'istituto del silenzio assenso in materia di rilascio della autorizzazione alla attività bancaria, elementi che consentono di ritenere infondate tutte le censure sulla configurazione del reato di cui al capo A2.

Nella sentenza della Corte d'appello, da leggersi unitamente alla motivazione sul punto offerta dal Giudice di prime cure, richiamata e condivisa dalla stessa Corte di merito, si dà atto della circostanza, rimasta accertata in punto di fatto, che il provvedimento della sede centrale della Banca di Italia, sulla domanda di autorizzazione alla attività bancaria della Romanelli Banca, è intervenuto tempestivamente, ossia nel rispetto del termine di novanta giorni previsto dalle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia (all'uopo delegata dalla L. n. 385 del 1993, art. 14, comma 2 bis). Soprattutto nella sentenza di primo grado si legge una articolata disamina dei fatti, delle testimonianze e delle prassi che hanno indotto i giudici del merito a ritenere provato che il provvedimento di diniego fu firmato dal soggetto legittimato, ossia dal Direttore Generale della Banca di Italia, dell'epoca, dott. Desario, il 30 ottobre 2000, essendo stato anche acquisita una prova documentale di tale evenienza ("talloncino").

Sono anche chiarite nella sentenza di primo grado le circostanze per le quali è stato ritenuto comprovato che tale decisione, pur protocollata il giorno seguente per ragioni di orario di apertura dell'ufficio competente, era non solo intervenuta ma era stata anche esternata e comunicata all'Ufficio periferico della Banca d'Italia che, infatti, lo aveva protocollato lo stesso 30 ottobre. L'accertamento in questione ha natura fattuale e come tale non è ulteriormente sindacabile da

questa Corte di legittimità. Privata di rilievo è poi la osservazione difensiva riguardante la natura asseritamente recettizia del detto diniego, con le conseguenze connesse al presunto sfioramento del termine di novanta giorni in considerazione della data della comunicazione del diniego stesso, avvenuta il 3 novembre successivo e quindi dopo la scadenza del termine, avvenuta il 30 ottobre.

Già le Istruzioni di vigilanza non danno appiglio normativo ad una simile interpretazione poiché collegano il termine di 90 giorni al "rilascio" della autorizzazione e non alla sua comunicazione. La notifica dell'atto, si colloca quindi in una fase esterna all'iter del procedimento e non determina effetti diversi da quello tipico della notifica.

In più è da osservare che, secondo la dottrina dominante, sono ricettizi quegli atti che non sono in grado di perseguire l'interesse pubblico per opera esclusiva dell'autorità che li ha adottati ma abbisognano del concorso della volontà del destinatario. Quindi, non sono ricettizi i provvedimenti di imposizione di vincolo e, per quel che interessa il caso di specie, i provvedimenti in materia di concessioni o di autorizzazioni. Nello stesso senso si è espressa la giurisprudenza della Cassazione civile (v. Sez. L, Sentenza n. 18706 del 06/09/2007, Rv. 598861; Sez. 1<sup>a</sup>, Sentenza n. 4182 del 22/02/2007, Rv. 596436).

Non sono in senso contrario decisivi i rilievi e la giurisprudenza citata dai ricorrenti per dimostrare l'imprescindibilità della "comunicazione" del provvedimento amministrativo che serve ad impedire la formazione del silenzio - assenso: un simile assunto troverebbe fondamento, in linea di principio, come dimostrano la giurisprudenza citata nel ricorso, nella L. n. 241 del 1990, art. 20, sulla formazione del silenzio assenso e, da ultimo, anche la nuova formulazione del principio della natura recettizia di tutti gli atti limitativi della sfera giuridica dei privati, introdotto dalla cit. L. art. 21 bis, come modifi-

cata dalla L. n. 15 del 2005, peraltro entrato in vigore successivamente all'epoca dei fatti di cui si discute.

Tuttavia l'intera ricostruzione normativa non è pertinente al caso di specie poiché in riferimento alla fattispecie del rilascio o del diniego della autorizzazione alla attività bancaria si ritiene non possa operare l'istituto del silenzio - assenso, come rilevato dai Giudici di primo e secondo grado.

L'operatività di tale istituto, in primo luogo, non è prevista dal cit. TULB e dalle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia. In secondo luogo è da notare che la previsione del silenzio assenso in tema di rilascio di provvedimenti amministrativi a richiesta di parte viene fatta discendere, dal ricorrente, dalla L. n. 241 del 1990, art. 20, sul procedimento amministrativo, legge espressamente richiamata dal cit. TULB, art. 4.

È da considerare però che il richiamo alla citata legge è operato dal cit. TULB non in modo generalizzato ma solo alle "disposizioni in quanto compatibili".

In secondo luogo tale incompatibilità della norma sul silenzio assenso rispetto alla disciplina della autorizzazione alla attività bancaria si ricava proprio dalle disposizioni della legge sul procedimento amministrativo.

Come già sottolineato dai Giudici del merito, l'art. 19 della legge sul procedimento, nel testo vigente all'epoca dei fatti (essendo poi stato modificato reiteratamente nel 2005), già prevedeva che il silenzio significativo della amministrazione richiesta non veniva in considerazione in riferimento a domande di autorizzazione il cui rilascio implicasse "valutazioni tecniche discrezionali". E al successivo art. 20, prevedeva comunque la emanazione di un regolamento nel quale dovessero essere previsti esplicitamente i casi in cui fosse ammesso il silenzio assenso.

È bene ribadire subito che tale regolamento, emesso con D.P.R. n. 300 del 1992, (integrato nel 1994 dal D.P.R. n. 407 del 1994) elen-



cava tali attività in tre tabelle in nessuna delle quali figurava la procedura per il rilascio della autorizzazione alla attività bancaria.

Ma anche sotto il profilo della "natura" della autorizzazione e del procedimento che la presuppone è da condividere pienamente quanto osservato dai Giudici del merito e cioè che, trattandosi di attività e di decisione aventi natura in parte anche discrezionale, non poteva rientrare nemmeno per tale verso tra le procedure ammesse al regime del silenzio assenso.

Sul tema, invero, la dottrina appare divisa propugnando ora la tesi che qui si accredita ora quella per cui invece l'autorizzazione in esame darebbe luogo ad un atto dovuto, soprattutto dopo le modifiche in tema di normativa bancaria avutesi a partire dal 1985 per effetto del recepimento della prima direttiva comunitaria bancaria (n. 780 del 1977).

Tuttavia appare difficile superare il rilievo che l'autorizzazione della Banca di Italia può essere negata quando non risulti accertata la sana e prudente gestione dell'ente (cit. TULB art. 14 comma 2), con la conseguenza che è da considerare - la decisione della Banca di Italia - ancor oggi espressione di esercizio di discrezionalità amministrativa, in quanto giudizio di idoneità del nuovo ente, oltre che dei soggetti che vi svolgono funzioni amministrative, di cui si valuta preventivamente la onorabilità, professionalità e indipendenza (cit. art. 14, comma 1 lett. e)).

Consegue da quanto fin qui osservato che non operando l'istituto del silenzio assenso in tema di rilascio di autorizzazione all'attività bancaria, cade il motivo fondante della richiesta, pure avanzata della difesa, di ritenere insussistente la materialità del reato in contestazione.

E parimenti inaccoglibile è la richiesta di rilevare la illegittimità del diniego successivamente intervenuto, ad opera dell'Istituto di vigilanza, richiesta cui era stata agganciata quella della disapplicazione dell'atto amministrativo illegittimo. Sul punto occorre anche ag-

giungere che comunque non avrebbe potuto trovare applicazione nel caso di specie il precetto che impone al Giudice ordinario di ammettere la operatività dei soli atti amministrativi legittimi.

Sul piano normativo, il potere di disapplicazione viene ricavato dalla lettura "a contrario" della L. n. 2248 del 1865, art. 5, All. E, (c.d. legge sul contenzioso amministrativo - LAC), il quale testualmente prevede che "... le autorità giudiziarie applicheranno gli atti amministrativi ed i regolamenti generali e locali in quanto siano conformi a legge".

La norma richiamata fa riferimento però soltanto alle controversie rientranti nella giurisdizione del Giudice ordinario, e perciò con riguardo ai soli casi in cui venga dedotto un diritto soggettivo, e non anche a quelle rientranti nella giurisdizione del Giudice amministrativo.

È anche da ricordare, come sottolineato dalla dottrina, che la disapplicazione effettuata nel giudizio ordinario inerisce sempre atti amministrativi che rilevano per la controversia soltanto incidentalmente e mai quando siano direttamente determinativi del rapporto in lite dedotto; se così non fosse la controversia non rientrerebbe nell'ambito della giurisdizione del Giudice ordinario stante la circostanza che, essendo il rapporto definito dal provvedimento amministrativo, si ritroverebbe in presenza di un interesse legittimo e non di un diritto soggettivo.

Quest'ultimo, infatti, sarebbe escluso dal fatto che il rapporto è definito *jure imperii*, cioè attraverso l'esercizio di un'attività autoritativa, in presenza della quale non può essere configurabile in capo al privato che una posizione di interesse legittimo. Acquista dunque decisivo rilievo l'orientamento espresso sulla materia de qua dalla giurisprudenza di legittimità: giurisprudenza che ha reiteratamente sottolineato come l'imprenditore che eserciti la raccolta del risparmio e l'attività creditizia, sotto qualsiasi forma o denominazione, è soggetto, anche se non abbia ottenuto la prescritta autorizzazione

preventiva, ai poteri pubblicistici di controllo e repressione conferiti all' amministrazione dalla cosiddetta legge bancaria. Ne deriva che le posizioni di detto imprenditore, a fronte degli atti di esercizio di quei poteri, hanno fin dall'origine consistenza di interessi legittimi, protetti solo occasionalmente, nei limiti in cui coincidano con l'interesse pubblico generale. (Rv. 458314). Conforme Sez. U, Sentenza n. 7284 del 03/07/1993 (Rv. 482982).

Non può in altri termini richiedersi al giudice ordinario un verdetto assolutorio che presuppone in via diretta il riconoscimento della illegittimità di un diniego di autorizzazione amministrativa, diniego rispetto al quale il privato si trova in una posizione che ha consistenza di interesse legittimo.

[*omissis*]

P.Q.M.

Rigetta i ricorsi e condanna i ricorrenti in solido alle spese del procedimento ed alla rifusione delle spese della parte civile che liquida in complessivi Euro 4.000,00, oltre accessori come per legge.

Così deciso in Roma, il 25 novembre 2008.

Depositato in cancelleria il 20 gennaio 2009.

#### *AUTORIZZAZIONE ALL'ATTIVITÀ BANCARIA E TUTELA DEL RISPARMIO*

1. La sentenza che si annota presenta specifico rilievo con riguardo alle ragioni che giustificano il mantenimento di barriere regolamentari all'entrata nel mercato del risparmio e del credito.

Si è in presenza, infatti, di una situazione di abusivismo bancario a fronte della quale l'ordinamento risponde con interventi non circoscritti alla sola sanzione penale (dei soggetti che si sono resi autori del reato *ex art.* 131 del d. lgs. 385 del 1993, cd. t.u.b.), ma procede all'eliminazione dal mercato dell'ente societario che ha svolto l'attività abusiva.

E' evidente che la Corte ha inteso confermare in tal modo gli elevati livelli di tutela consentiti ai risparmiatori, estendendone l'ambito sino a ricomprendere fattispecie non risoltesi in situazioni di dissesto.<sup>1</sup>

2. In particolare, il caso oggetto d'esame vede una società che - dopo aver ottenuta l'omologa da parte del Tribunale di Firenze e l'iscrizione nel registro delle imprese - ha iniziato ad esercitare l'attività bancaria sebbene l'Organo di vigilanza non ne avesse consentito l'inserimento nell'«albo delle banche», adottando un esplicito provvedimento di diniego dell'autorizzazione di cui all'art. 14 t.u.b.

Tale diniego ha, poi, determinato un'ampia serie di dispute in sede giurisdizionale, che si sono concluse con una declaratoria di validità del provvedimento della Banca d'Italia,<sup>2</sup> con la dichiarazione di fallimento della società<sup>3</sup> ed, infine, col provvedimento della Suprema Corte che qui si esamina.

Si è, dunque, pervenuti ad una sentenza di rigetto del ricorso proposto dai fratelli Romanelli per chiedere l'annullamento della precedente decisione (pronunciata dal Tribunale penale di Firenze, con sentenza del giugno 2005 ed integralmente confermata in Appello in data 4 ottobre 2007). E' stata così ribadita la responsabilità dei ricorrenti in ordine al reato di cui all'art. 131 t.u.b.

In origine l'accusa imputava ai ricorrenti sia l'«abusiva attività di raccolta di risparmio» (art. 130 t.u.b.), sia l'«abusiva attività bancaria» (art. 131 t.u.b.). Ed invero, il Pubblico ministero aveva ritenuto suscettibili di separata considerazione l'attività effettuata per

---

<sup>1</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 t.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, Padova, 2001, II, p. 1004

<sup>2</sup> T. A. R. Toscana, sez. I, sentenza 14 ottobre 2003, n.5342

<sup>3</sup> Trib. Firenze, 18 febbraio 2003, e Trib. Firenze, 20 marzo 2003; cfr., in materia di fallimento dell'impresa illegale, CAMPOBASSO, *Diritto dell'impresa*, Torino, 2008, p. 40

il tramite di un intermediario iscritto nell'albo di cui all'art. 106 t.u.b. (la *Romanelli finanziaria*) e quella svolta da un'altra società (la *banca Romanelli*) subentrata al primo nella gestione dei rapporti commerciali.

Vi era, dunque, la contestazione di due fatti diversi, ognuno dei quali riferito ad una distinta persona giuridica, a fronte dello svolgimento da parte dei ricorrenti di un'attività che nel suo complesso denotava carattere abusivo.

Il primo fatto si sarebbe concretizzato nell'emissione di taluni strumenti finanziari (denominati «*warrants*») poi collocati tra il pubblico. Il ragionamento della Corte muove dalla disamina delle modalità di regolamentazione di tali strumenti per addivenire alla conclusione che, nel caso di specie, si è avuta violazione del disposto dell'art. 11 t.u.b., versandosi in presenza di una forma di raccolta di risparmio tra il pubblico attraverso l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso.

Nella seconda ipotesi criminosa, l'abusivismo viene, invece, contestato con riferimento all'avvio dell'attività bancaria senza il preventivo conseguimento della necessaria abilitazione.

Per vero, tale condotta non fu conseguenza di inosservanza delle disposizioni della disciplina speciale, ma venne posta in essere sulla base di un'erronea interpretazione di queste ultime. Si è trattato, infatti, di un'esegesi fondata su una presunta operatività del silenzio-assenso, nonché sulla considerazione che «se vi era stata la omologa della società da parte del Tribunale civile e la iscrizione al registro delle imprese, non poteva non essere stato previamente emesso regolare atto autorizzativo all'esercizio della attività bancaria, acquisito da quegli organi: infatti tale atto è propedeutico e indispensabile tanto per la omologa quanto per l'iscrizione dette».

L'accusa, prima, e il ricorso per Cassazione, poi, hanno portato la Corte ad affrontare il tema - centrale nella legislazione speciale - della «riserva di attività», riguardata sotto il duplice profilo della

sua preordinazione alla tutela del risparmio e del carattere strumentale alla selezione per l'accesso al mercato. Ne è seguita una pronuncia che - con riferimento agli aspetti contenutistici del provvedimento abilitativo - non esaurisce i suoi effetti nella mera chiarificazione della vigente normativa bancaria, ma si estende alla valutazione della problematica della sua compatibilità con i criteri ordinatori del diritto comunitario relativo alla materia in questione.

3. La conferma della condanna per l'imputazione di abusivismo si fonda sul criterio secondo cui l'attività bancaria non può essere autorizzata tacitamente; accertamento cui fa seguito la constatazione che l'iscrizione della *banca Romanelli* nel registro delle imprese sarebbe avvenuta in assenza di un «atto presupposto dell'iscrivibilità» (esplicitamente previsto dall'art. 14, terzo comma, t.u.b.).<sup>4</sup> Ed invece, a fronte della tesi sollevata dai ricorrenti - volta a sostenere che «il provvedimento autorizzatorio doveva ritenersi formato per effetto del silenzio-assenso» - v'è un fermo giudizio di infondatezza da parte della Corte;<sup>5</sup> una diversa interpretazione, del resto, non avrebbe assicurato una «cura concreta» dell'interesse pubblico sottostante alla riserva di attività.<sup>6</sup>

La Cassazione, nel privilegiare l'intervento pubblico *in subjecta materia*, adduce argomenti che si ricollegano alla constatazione empirica che l'assenza di un attento controllo selettivo renderebbe possibile l'esercizio delle attività di raccolta del risparmio ed esercizio del credito da parte di soggetti privi di un'organizzazione

---

<sup>4</sup> Cfr. AMOROSINO, *Commento sub art. 14 t.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., I, p. 126

<sup>5</sup> V'è, quindi, la volontà della Corte di arginare le istanze in tal senso, sì da opporsi ad un incondizionato arretramento dello Stato nel governo delle attività economiche; v., tra gli altri, BESSONE, *Economia finanziaria, mercato mobiliari. I principi di un ordinamento di settore e le garanzie della pubblica vigilanza*, in *Economia e diritto del terziario*, 2002, p. 391 ss., ma in particolare pp. 400 - 406

<sup>6</sup> Cfr. AMOROSINO, *op. loc. cit.*; ancora una volta occorre, infatti, considerare che al diritto all'esercizio dell'attività creditizia si oppone la più ampia necessità della tutela del risparmio.

idonea a garantirne la sana e prudente gestione.<sup>7</sup> A ben considerare, l'opzione per tale tesi sembra tener conto della rilevanza ascrivibile all'accesso al mercato, che individuerebbe «il momento cruciale della strategia penalistica»,<sup>8</sup> vale a dire di applicazione dei relativi profili sanzionatori. Per tal via si evidenzia la specifica utilità della repressione di ogni forma di abusivismo, preordinata allo scopo di rafforzare la stabilità del settore e, dunque, la fiducia nel sistema bancario e finanziario.

Va, inoltre, segnalato che non ha trovato riconoscimento l'ulteriore tesi difensiva dei ricorrenti, secondo cui va ascritta natura *recettizia* al provvedimento abilitativo della Banca d'Italia. In particolare, il giudizio di infondatezza reso dalla Cassazione si basa sull'inequivoca portata della disciplina regolamentare<sup>9</sup> e sulle caratteristiche intrinseche dell'atto amministrativo che autorizza una banca. Quest'ultimo, viene infatti ricondotto tra i provvedimenti - «in materia di concessioni o di autorizzazioni»<sup>10</sup> - che non impongono al destinatario obblighi di *dare* o di *facere*, ma che sono volti ad impedire situazioni di alterazione del mercato; conseguentemente la loro conoscenza da parte dei destinatari è ininfluente, in quanto il raggiungimento del risultato pratico - verso cui risulta preordinato l'atto - non è subordinato alla volontà di tali soggetti.<sup>11</sup>

Le considerazioni che precedono spiegano come non abbia potuto trovare accoglimento il ricorso, fondato su un'apodittica adesione alle tesi del silenzio-assenso e della natura recettizia del prov-

---

<sup>7</sup> Cfr. PELLEGRINI, *Un recente caso di abusivismo bancario: la "Romanelli finanziaria s.p.a"*, in *Mondo Bancario*, 2003, n. 6

<sup>8</sup> Cfr. MONTEDORO *Commento sub art. 130 t.u.b.*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., I, p. 992 ove si sottolinea la «specificità del diritto penale bancario».

<sup>9</sup> Cfr. *Istruzioni di vigilanza per le banche*, Cap. I, sez. VI, par. 3, p. 12

<sup>10</sup> La Sentenza richiama, sul punto, i precedenti della Cassazione civile (v. Sez. L., Sentenza n. 18706 del 06/09/2007, Rv. 598861; Sez. I, Sentenza n. 4182 del 22/02/2007, Rv. 596436).

<sup>11</sup> Cfr. CERULLI IRELLI, *Corso di diritto amministrativo*, Torino, 2002, p. 529 ove si cita la giurisprudenza del T.A.R. Lazio, III, 30.9.1986, n. 3060.

vedimento abilitativo, cui si ricollegava la contestazione dell'atto di diniego adottato dall'autorità di settore.<sup>12</sup>

Da qui una prima conclusione in ordine alla validità di una forma di tutela del risparmio che si fonda su un intervento integrato degli strumenti amministrativi e penali.<sup>13</sup> In tale contesto, il controllo diretto esercitato dall'Amministrazione indipendente si completa con la sanzione penale per coloro che non ne rispettano l'autorità<sup>14</sup> (ponendo in essere condotte particolarmente insidiose, qual è stato il caso di abusivismo bancario in osservazione).<sup>15</sup>

4. La Cassazione, disconoscendo la tesi del silenzio-assenso, ha rifiutato di considerare la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, alla stregua delle attività rientranti nel quadro della semplificazione amministrativa introdotta nel nostro ordinamento amministrativo con la l. 241 del 1990.<sup>16</sup>

Pertanto, la decisione della Corte appare conforme alla vigente normativa comunitaria, che impone agli Stati membri di prevedere «che gli enti creditizi devono aver ricevuto un'autorizzazione prima di iniziare l'attività» (art. 6, dir. 2006/48/CE). In tale ambito disci-

---

<sup>12</sup> Sul tema dell'errore di diritto su una norma amministrativa nel diritto penale, cfr. D'AGOSTINO e DI AMATO, *Il diritto penale del mercato mobiliare*, Padova, 1995 p. 40 ss.

<sup>13</sup> Intervento riferibile ad una costruzione ispirata secondo «calcolabilità» ed «ordine», cfr. CAPRIGLIONE, *Commento sub art. 131 t.u.b*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., I, p. 1004

<sup>14</sup> Ciò, a seguito di denuncia della Banca d'Italia ex art. 132 bis

<sup>15</sup> Cfr. SEVERINO, *Le disposizioni integrative e correttive del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Il quadro sanzionatorio: innovazioni nelle fattispecie e procedura applicativa*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2000, p. 16 ss.

<sup>16</sup> Cfr. VIRGA, *Diritto amministrativo. atti e ricorsi*, Milano, 2001, p. 16. Ove nella fattispecie, la Cassazione si fosse orientata diversamente si sarebbe addivenuti ad una dequalificazione dell'attività bancaria al fine di renderla conforme al disposto dell'art. 20, quarto comma, l. 241 del 1990, estendendo l'applicabilità dell'istituto al di là delle materie ivi individuate (tra le quali, per l'appunto, non è dato rinvenire quella bancaria); cfr. NIGRO, *L'autorizzazione all'«attività bancaria»*, in AA.VV., *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di Morera e Nuzzo, Milano, 1996, I, p. 85



plinare, infatti, l'istituto del silenzio-assenso è esplicitamente ammesso con *esclusivo* riguardo all'esercizio del diritto di stabilimento (art. 26, dir. cit.). Ed al riguardo non va trascurato che avvalora tale posizione interpretativa la previsione di un obbligo di notifica della autorizzazione alla Commissione (art. 14, dir. cit.).

Ne discende che, in considerazione del carattere formale dell'atto amministrativo, la Corte ha negato ogni possibilità di presumere l'esistenza della licenza.<sup>17</sup> In altri termini, non sembra possibile sostenere che il provvedimento in parola possa esser conseguito per effetto del mero trascorrere del tempo; diversamente si legittimerebbero le conseguenze dell'inerzia della Pubblica Amministrazione, che invece comporta la violazione di un obbligo (quello della notifica alla Commissione), come testé si è sottolineato.

Per converso, la decisione della Corte potrebbe apparire non pienamente conforme ai più recenti orientamenti comunitari in materia. Va qui segnalata l'apertura verso l'istituto del silenzio-assenso operata dalla direttiva 2007/44/CE; quest'ultima ha, infatti, modificato le regole in materia di assunzione di partecipazioni nel settore finanziario, prevedendo esplicitamente che «se, entro il termine per la valutazione, le autorità competenti non si oppongono per iscritto al progetto di acquisizione, il progetto è da considerarsi approvato».<sup>18 19</sup>

Tuttavia, dall'esame delle *procedure interistituzionali* propedeutiche all'adozione di tale nuova direttiva non sembra emergere un mutamento dell'impostazione regolamentare posta a base della precedente dir. n. 2006/48/CE (sostanzialmente conforme a quella originariamente recata dalla dir. n. 77/780/CEE). Più in particolare,

---

<sup>17</sup> Cfr. BRIGNOLA, *Silenzio della Pubblica Amministrazione. Diritto Amministrativo*, voce in Enc. Giur. Treccani, p. 2

<sup>18</sup> V. art. 5, comma primo, punto 2.

<sup>19</sup> Appare utile segnalare il comunicato del Governatore della Banca d'Italia del 12 maggio 2009, nel quale, scaduto inutilmente il termine per il recepimento della direttiva n. 2007/44/CE, si adottano le norme regolamentari relative alle previsioni comunitarie di cui trattasi.

si versa in presenza di talune semplificazioni procedurali (in aggiunta a quella del *silenzio-assenso*) rispondenti all'esigenza di agevolare le operazioni di fusione transfrontaliera degli enti creditizi.

Ed invero, i contenuti della nuova direttiva appaiono prioritariamente indirizzati verso lo specifico scopo di conferire obiettività alle valutazioni prudenziali (in termini di certezza, prevedibilità e durata, come si evince dalle previsioni del *Considerando* n. 2). In altri termini, le modifiche recate al sistema disciplinare non riflettono nuove metodologie procedurali (rivenienti dall'applicazione di peculiari criteri ispiratori), ma sembrano volte a rappresentare specifiche soluzioni normative, ipotizzate solo dopo un'attenta ponderazione dei relativi effetti.

Tale impostazione logica sembra trovare un primo riscontro nella «valutazione d'impatto» della citata dir. n. 2007/44/CE, redatta dalla Commissione europea. In essa a fondamento della nuova regolazione v'è la volontà di evitare «margini di discrezionalità eccessivi che possono dare luogo ad interpretazioni divergenti da parte delle autorità di vigilanza degli enti oggetto dei progetti di acquisizione».<sup>20</sup>

Va, poi, considerato il positivo accoglimento da parte della Banca Centrale Europea degli obiettivi della direttiva in parola, perché funzionalmente connessi al miglioramento del quadro regolamentare esistente per la valutazione prudenziale delle acquisizioni e degli incrementi di partecipazioni qualificate.<sup>21</sup> Si spiega, quindi, l'apprezzamento espresso dalla BCE, che ne sottolinea l'importanza con riguardo all' «efficacia degli strumenti di vigilanza utilizzati per garantire la sicurezza e la solidità degli enti finanziari in maniera continuativa».<sup>22</sup> Ed ancora, con riferimento specifico al *silenzio-assenso*, rilevano le preoccupazioni della BCE in ordine ai limiti di

---

<sup>20</sup> Cfr. *Sintesi della Valutazione dell'impatto*, a cura della Commissione europea, 12 settembre 2006, COM(2006) 507 definitivo, p. 2

<sup>21</sup> Cfr. *Parere BCE* del 18 dicembre 2006, in GUCE C27/01 del 7/2/2007

<sup>22</sup> Cfr. *Parere BCE*, cit., p. 2

tempo previsti (dalla direttiva in esame) per la valutazione prudenziale, che vengono considerati «ingiustificatamente restrittivi».<sup>23</sup>

In analoghi termini si è espresso anche il Comitato Economico e Sociale Europeo che ha condiviso l'adozione di tale intervento normativo perché idoneo a creare «un regime armonizzato, o persino uniforme, ma solo per le operazioni transfrontaliere relative alle acquisizioni ed agli incrementi di partecipazioni nelle entità del settore finanziario».<sup>24</sup>

Rileva, infine, la posizione della «Commissione per i problemi economici e monetari»; questa, intatti, ricollega il proprio apprezzamento per la direttiva in esame alla positiva incidenza della medesima sulle fusioni transfrontaliere (esercitata attraverso l'eliminazione di potenziali ostacoli al consolidamento degli enti finanziari nell'ambito del mercato interno).<sup>25</sup>

Alla luce di tale indagine ricognitiva ben si comprende come l'introduzione dell'istituto del silenzio-assenso risponda a precipue esigenze di politica comunitaria emerse nei tempi recenti. Non sembra, quindi, possibile ravvisare un mutato atteggiamento *in subiecta materia* degli organismi comunitari, i quali - nel formulare le loro valutazioni - confermano come la regola sia ancora quella dell'autorizzazione espressa, superabile solo in ragione di specifiche contingenze (tecniche o politiche).

Tale impostazione, del resto, è confermata anche dalla stessa

---

<sup>23</sup> In particolare, la BCE evidenzia il rischio connesso alla (tacita) approvazione di richieste non preceduta da un'adeguata analisi, necessaria soprattutto nei casi più complessi. Da qui una specifica raccomandazione perché i tempi proposti vengano riconsiderati, cfr. *Parere cit.*, p. 5

<sup>24</sup> Cfr. *Parere CESE* del 18 gennaio 2007, in GUCE C93/22 del 27/4/2007. Ove, tra l'altro, si precisa che una «valutazione rapida rischia infatti di rivelarsi superficiale», sollevando specifici dubbi sulla rispondenza del metodo prescelto in relazione alle esigenze della pratica.

<sup>25</sup> Cfr. *Relazione* di Wolf Klinz del 5 febbraio 2007 alla Commissione presso il Parlamento europeo, pp. 66 e 68, ove si cita l'accordo politico raggiunto dal Consiglio per cui «deadlines are reduced and any "stopping of the clock" by the competent authorities is limited to one occasion and subject to clear conditions».

direttiva 2007/44/CE, che - nel *Considerando* n. 4 - premette l'importante precisazione secondo cui il nuovo metodo di valutazione prudenziale - pur introducendo un procedimento autorizzatorio fondato sul silenzio-assenso - non sospende, né sostituisce in alcun modo le ulteriori prescrizioni che si applicano ad un soggetto vigilato sin dalla sua autorizzazione iniziale.

5. La condanna dei ricorrenti conferma l'importanza di una severa politica di repressione, orientata a contrastare ogni forma di accesso al risparmio che non rispetti i requisiti previsti dalla legislazione speciale.

Le *finalità di tutela* sottese ad un approccio sanzionatorio volto ad impedire l'abusivismo bancario sembrano, infatti, compendiarsi nella logica a base del ragionamento della Corte, la quale si richiama oltre che ai tradizionali scopi di *equità* ordinariamente sottesi all'azione del legislatore, anche al perseguimento di obiettivi di *efficienza*. In definitiva, la delimitazione del novero dei soggetti coinvolti nel circuito creditizio non esaurisce la propria funzione con riguardo alle sole finalità della vigilanza, ma appare propedeutica all'esercizio delle politiche volte a contrastare le crisi sistemiche.<sup>26</sup>

A ben considerare, nel riferimento all'efficienza si rende possibile ravvisare un'ulteriore motivazione delle barriere poste all'entrata del mercato bancario: il nesso che intercorre tra «riserva di attività» ed «azione di salvataggio» degli appartenenti al settore (perseguita come obiettivo ineludibile della supervisione pubblica) si configura strumentale alla realizzazione di una tutela del risparmio fondata sull'attivazione di rimedi idonei a garantire il corretto funzionamento dell'economia.

---

<sup>26</sup> Sul piano culturale, la crisi - incidendo sui tradizionali riferimenti di *law and economics* - sembra prospettare il superamento delle logiche che interpretavano lo Stato come un «elemento di disturbo nell'armonia di mercato», e non come un fattore di salvaguardia delle posizioni giuridiche soggettive; cfr. GIANNINI M., *Economia tra Stato e libero mercato nella cultura degli economisti*, in *Italianieuropei*, 2008, 5, p. 46 ss.

Tale constatazione sembra trovi conferma nella tesi che ravvisa possibile il superamento delle attuali *turbolenze finanziarie* attraverso forme di sostegno diretto al sistema creditizio.<sup>27</sup> Questa è la posizione che, in sede politica, hanno assunto i consessi internazionali, suggerendo piani d'intervento che, per l'appunto, muovono dal salvataggio delle banche.<sup>28</sup> Sul piano giuridico, è prevalso il metodo del «coordinamento aperto», già sperimentato in Europa, in un diverso ambito interventistico; più in particolare, a fronte di obiettivi comuni, i singoli legislatori nazionali hanno adottato provvedimenti eterogenei, ma univocamente ispirati a tale finalità.<sup>29</sup>

In Italia, le misure urgenti adottate «in funzione anti-crisi»<sup>30</sup> si sono risolte nella predisposizione di *strumenti* finalizzati all'incremento delle risorse a disposizione del sistema creditizio attraverso il

---

<sup>27</sup> Cfr. DRAGHI, *Considerazioni finali* per l'anno 2008, Roma, 29 maggio 2008, p. 6 e ID., *Statement to the International Monetary and Financial Committee*, Washington, 25 Aprile 2009, nel quale si precisa che «our main challenge is to break the negative feedback loop between the financial system and the real economy. Repairing the balance sheets of financial institutions is a key part of this».

<sup>28</sup> Cfr. «*Global plan for recovery and reform*», elaborato nel corso del *London summit* del 2 aprile 2009; si veda, altresì, la Comunicazione «*Driving European recovery*», a cura della Commissione europea, 4 marzo 2009, ove si sostiene che «a stable financial sector is a prerequisite for building sustainable recovery». In letteratura, cfr. PISANI FERRY, *Dove morde la crisi in Europa*, in *www.lavoce.info*, 18 maggio 2009

<sup>29</sup> Il medesimo schema ha, infatti, caratterizzato le soluzioni adottate negli altri Paesi dell'Unione europea: in Francia, ad esempio, il «*Plan de soutien aux banques*» (v. *Intervention de M. le Président de la République del 13 ottobre 2008*) ha posto le basi per il «*Plan de relance*» che sta interessando l'intero sistema-paese (cfr. *Arrêté du 16 mars 2009*).

Decisamente più radicale è stato l'intervento britannico: il «*Banking Act*», del 12 febbraio 2009, introduce uno «*Special Resolution Regime*» per evitare i fallimenti bancari orientandosi verso più elevati livelli di protezione degli investitori (e non verso i tradizionali «*core purposes*»: *monetary - financial stability*; cfr. *Financial Stability Report*, n. 24, 2008, p. 2). Cfr. altresì *Financial stability and depositor protection: strengthening the framework*, a cura di BoE, HMT e FSA, Norwich, 2008.

<sup>30</sup> Per tali intesi il d.l. 155 del 2008 (convertito, con modificazioni, dalla l. 190 del 2008), ed il d.l. 185 del 2008 (convertito dalla l. 2 del 2009).

rafforzamento patrimoniale delle banche.<sup>31</sup> In tale contesto, assume peculiare significato l'istituzione di uno specifico *Osservatorio* ministeriale, destinato al monitoraggio dei fondi erogati e dei soggetti coinvolti.<sup>32</sup> Esso avvalorava le preoccupazioni (sollevate dalla dottrina<sup>33</sup>) di un'*indebita ingerenza* politica sul mercato finanziario; preoccupazioni cui non recano adeguata *rassicurazione* le considerazioni formulate da parte del Governatore della Banca d'Italia secondo cui «l'intervento dello Stato è temporaneo; l'azionariato privato dovrà sostituire i fondi pubblici non appena le condizioni di mercato lo consentiranno».<sup>34</sup>

Quanto sin qui osservato induce a guardare con rinnovata attenzione alle regole ed al procedimento di accesso all'attività bancaria; e ciò, non solo in ragione del tradizionale obiettivo della difesa del risparmio, quanto piuttosto alla luce della centralità che detta attività assume all'interno dei circuiti dell'economia di mercato.

*Valerio Lemma*

Ricercatore di Diritto dell'economia  
nell'Università G. Marconi di Roma

---

<sup>31</sup> A fini di completezza, non può omettersi di considerare anche la l. 33 del 2009 (di conversione del d. l. 5 del 2009) che permette alla Cassa Depositi e Prestiti di mettere a disposizione risorse, per dare liquidità alle P.M.I., tramite il sistema bancario.

<sup>32</sup> Cfr. *Osservatorio Nazionale per il monitoraggio degli interventi anti-crisi*, Documento MEF del 19 maggio 2009, p. 24 ss, ove si fa specifico riferimento alla valutazione delle modalità d'impiego delle somme messe a disposizione delle banche .

<sup>33</sup> Che ha ipotizzato “il rischio di una «perdita di autonomia» da parte dei soggetti bancari che ricorrono agli interventi pubblici”; cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 - 2009)*, cit., p. 28 ss.

<sup>34</sup> Cfr. DRAGHI, *Considerazioni finali*, cit., p. 18

# I

## CORTE DI CASSAZIONE

26 maggio 2009, n. 12138

### **Operazioni in strumenti finanziari – tutela dei clienti – esclusione – operatore qualificato – dichiarazione – modulo prestampato – onere della prova**

*La dichiarazione di una società che sottoscrive un contratto finanziario di swap con un intermediario bancario di essere “operatore qualificato”, esonera l’intermediario dall’obbligo di riscontro della veridicità della dichiarazione ai fini dell’applicazione della speciale disciplina a tutela degli investitori inconsapevoli; nel caso di discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale la responsabilità ricade su chi amministra e rappresenta la società che ha sottoscritto la dichiarazione. L’onere della prova delle circostanze che inducano ad affermare la mancanza dei requisiti che connotano un operatore qualificato e la conoscenza, o l’agevole conoscibilità, da parte dell’intermediario di tale mancanza spetta alla società che contesta la veridicità della dichiarazione.*

(L. 2 gennaio 1991, n. 1, artt.6 e 9; Regolamento Consob 2 luglio 1991, n. 5387, art. 13)

[*Omissis...*]

## SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

I. Con sentenza del 27 gennaio 2000 il Tribunale di Torino respingeva le domande con le quali la Ceramica Ariostea Monocotture s.p.a. aveva convenuto in giudizio l'Istituto Bancario San Paolo di Torino s.p.a., chiedendone la condanna al pagamento, a titolo restitutorio – previo accertamento dell'inesistenza del diritto all'addebito, anche ai sensi dell'art. 1460 c.c - e/o risarcitorio, della somma di Lit. 3.484.222.500, comprensiva dei diritti di commissione, oltre a maggior danno e a interessi legali, pari alle perdite complessivamente subite a seguito al compimento in data 5 giugno 1992, tramite detta banca, di un'operazione di swap di 30 milioni di marchi tedeschi con scadenza al 10 dicembre 1992.

II. Avverso tale sentenza proponeva appello la s.p.a. Ariostea (già Ceramica Ariostea Monocottura s.p.a.) nei confronti dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino - Istituto Mobiliare Italiano s.p.a. (già Istituto Bancario San Paolo di Torino s.p.a.), deducendo:

II.a. l'inopponibilità nei suoi confronti del contratto di questione, in quanto estraneo all'oggetto sociale, pienamente conosciuto e comunque agevolmente conoscibile dalla banca;

II.b. la violazione degli arti. 6 e 9 della legge 1991/1, 1710 ss. e 2697 c.c., 3 preleggi e 11 ss. del Regolamento Consob 2 luglio 1991, n. 5387, per avere il Tribunale erroneamente giudicato legittimo e applicabile l'art. 13 del menzionato Regolamento Consob ed avere comunque ritenuto che la società attrice e appel-



lante fosse un operatore qualificato, conseguentemente escluso dall'ambito di applicazione delle regole di salvaguardia, che, se applicate, avrebbero invece impedito il perfezionamento dell'operazione finanziaria in precedenza indicata, poi risultata disastrosa;

II.c. la mancata considerazione, da parte del primo giudice, sia della totale irragionevolezza e sconvenienza dell'operazione di swap posta in essere, secondo una situazione di fatto perfettamente conosciuta dalla banca, trovatasi ad agire in conflitto di interessi ed in piena violazione dell'art. 6 della legge 1991/1, sia delle dimensioni eccessive dell'operazione in rapporto alla situazione finanziaria della società, di cui la banca conosceva la scarsità delle risorse, sì da avere il dovere di astenersi dal compiere l'operazione.

III. Con sentenza n. 174/2003 del 18 febbraio 2003, la Corte di appello di Torino respingeva l'appello, così motivando:

III.a. doveva escludersi l'estraneità all'oggetto sociale della Ariostea dell'operazione di swap posta in essere; in particolare, sulla base delle circostanze del caso concreto, non poteva ritenersi che detta operazione non fosse neppure potenzialmente diretta a realizzare l'oggetto sociale dell'Ariostea, in quanto priva di qualsiasi legame, anche mediato e indiretto, con detto oggetto, tenuto conto che si era trattata di un'operazione unica, anche se di rilevante importo, di certo stipulata nell'interesse della società e non di terzi ed in relazione ad una valuta (marco tedesco), solitamente utilizzata dalla società nello svolgimento dei cospicui

rapporti commerciali intrattenuti con imprese della Germania; doveva inoltre considerarsi che, all'epoca dei fatti, il marco tedesco costituiva notoriamente la moneta più forte nell'area europea e che un esito diverso del contratto in questione avrebbe portato nelle casse dell'Ariostea una somma ingente, utilissima per ammodernare gli impianti, migliorare la produzione ed aumentare il conseguente giro d'affari, mentre aveva costituito un evento del tutto straordinario, nel settembre 1992, l'uscita della lira italiana dallo SME, che aveva portato detta valuta a subire un notevole deprezzamento di valore rispetto al marco;

III.b. andava anche esclusa, sulla base della documentazione versata in atti, la mala fede della banca, che non solo non si trovava nelle condizioni di formulare alcun giudizio di estraneità dell'operazione all'oggetto sociale dell'Ariostea, ma aveva semmai tutte le migliori ragioni per essere convinta del contrario, in quanto la società appellante, soggetto di non secondaria importanza economica nella produzione e vendita di materiale ceramico, intratteneva cospicui rapporti con il mercato estero ed aveva dichiarato di avere in corso o di dover stipulare futuri contratti con soggetti non residenti, destinati a generare crediti in valuta estera, per i quali si rendeva necessario cautelarsi contro i rischi di cambio, così enunciando la stessa appellante quel collegamento tra l'operazione di swap posta in essere e la propria attività d'impresa; doveva inoltre considerarsi che il volume di affari dell'Ariostea con la Germania e l'entità della sua posizione creditoria verso la clientela tedesca costituivano dati interni alla società, che tra l'altro operava con una pluralità di istituzioni crediti-

zie, e in nessun modo comunicati alla banca, né da questa acquisibili;

III.c. l'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387, che introduceva la figura dell'operatore qualificato escluso dall'ambito di applicazione delle regole di salvaguardia, doveva considerarsi pienamente legittimo, contenendo una disposizione *praeter legem* e non *contra legem* ed essendosi limitato a disciplinare gli spazi vuoti lasciati dalla legge, in quanto demandati alla normativa regolamentare; nello stesso tempo prive di fondamento erano le censure dell'appellante sulla propria qualificazione come operatore qualificato; infatti la società Ariostea, dopo l'entrata in vigore della legge 1991/1, mediante atto scritto aveva conferito mandato all'Istituto Bancario San Paolo per la negoziazione di valori mobiliari, dichiarando di essere un operatore qualificato ai sensi dell'art. 13 del menzionato regolamento Consob e rientrando pertanto tra le società o persone giuridiche in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari; tale dichiarazione aveva carattere impegnativo per il soggetto dichiarante e su di essa la legge non prevedeva controlli in via preventiva o successiva, permettendo l'esercizio dell'opzione senza alcun condizionamento, con la conseguenza che, attribuitasi la qualità di operatore qualificato esperto in materia di operazioni su valori mobiliari, la società non poteva tornare sui suoi passi e, intuito il possibile esito negativo del contratto concluso, invocare a proprio favore l'applicazione delle disposizioni elencate nell'art. 13, comma 1, del regolamento Consob 1991/5387;

III.d. inoltre l'Ariostea, per il peso economico-commerciale rivestito sia sul mercato nazionale, che su quello internazionale, per il volume di affari registrato, per le persone ed i mezzi di cui disponeva, doveva essere considerata un operatore economico qualificato, in quanto tale edotto dei meccanismi di funzionamento delle operazioni in campo finanziario e quindi consapevole dei rischi a cui operazioni come quella conclusa potevano esporre;

III.e. erano sostanzialmente irrilevanti tutte le censure inerenti alle concrete modalità di effettuazione dell'operazione di swap, a causa dell'inapplicabilità all'Ariostea, quale operatore qualificato, delle norme di protezione di cui alle disposizioni dell'art. 6 della legge 1991/1 e del citato regolamento Consob, dovendosi comunque escludere la mala fede della banca nel dare corso all'operazione in questione, anche perché la fideiussione e la garanzia pignoratizia prestate dalla società alla banca medesima erano antecedenti di circa un mese alla data di stipulazione del contratto di swap contestato e non si rinvenivano in atti da parte della banca richieste di garanzie quali condizioni indispensabili per concludere l'operazione di swap.

IV. Per la cassazione di tale sentenza ricorre la s.p.a. Ariostea sulla base di tre motivi. Resiste con controricorso e memoria Intesa Sanpaolo s.p.a., quale incorporante di Sanpaolo Imi s.p.a.

#### MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Con il primo motivo la ricorrente - denunciando violazione o falsa applicazione degli artt. 6, lett. A), D), E), F), e 9 della legge 1991/1, 1710 ss. c.c., 13 del regolamento Consob 1991/5387, 3, comma 2, e 4, comma 1, delle preleggi, nonché omessa pronuncia e insufficiente motivazione -censura la sentenza impugnata per non avere i giudici di appello dichiarato illegittimo l'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387, il quale, nell'istituire la categoria degli operatori qualificati e nell'escludere l'applicazione nei loro confronti delle norme di protezione fissate dall'art. 6 della legge 1991/1, così introducendo arbitrariamente una specificazione non contemplata dalla legge delega, avrebbe violato il disposto dell'art. 3, comma 2, e dell'art. 4, comma 1, delle disposizioni sulla legge in generale. In particolare, quanto al citato art. 3, comma 2, sarebbe stato superato il limite indicato dall'art. 9 della legge 1991/1, consistente nel rispetto dei principi enunciati dall'art. 6 della legge medesima, senza la previsione di alcuna deroga di operatività in ragione della particolare natura del soggetto cliente. Invece, con riferimento all'art. 4, comma 1, sarebbe stata introdotta una disposizione contraria agli artt. 1 e 6 della legge 1991/1, con la previsione di un limite di operatività delle norme primarie alle sole controparti di un intermediario autorizzato, che non siano operatori qualificati, senza tener conto che le regole di comportamento previste dall'art. 6 della legge 1991/1 hanno carattere inderogabile, fissando canoni di condotta volti a garantire l'integrità del mercato.

1.1. Il motivo è privo di fondamento.

Giova rilevare che la fattispecie è regolata, *ratione temporis*, dall'art. 9 della legge 1991/1 - che ha demandato alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia il compito di determinare «le regole di comportamento che le società di intermediazione mobiliare devono osservare nello svolgimento delle attività per le quali sono autorizzate ...» - e dall'art. 13 del regolamento Consob 2 luglio 1991, n. 5387, che, in attuazione della delega conferita dal citato art. 9 della legge 1991/1, ha disposto che agli operatori qualificati non si applicano determinate norme di salvaguardia ed ha qualificato come operatori qualificati, tra gli altri, «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto nel contratto di cui all'art. 9».

Il quadro giuridico di riferimento è stato successivamente innovato dalla direttiva 93/22/CEE del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari, la quale, nel far riferimento all'opportunità di tener conto delle varie esigenze e nel prendere in considerazione possibili diverse categorie di investitori con esigenze di tutela differenziate, riconosce al legislatore nazionale un certo margine di discrezionalità circa i parametri da utilizzare per la individuazione delle categorie per le quali attuare forme di tutela differenziata.

La menzionata direttiva è stata recepita dal d. lgs. 1998/58, che, all'art. 6 ha previsto che la vigilanza regolamentare sia svolta dalla Consob, sentita la Banca d'Italia, «tenuto conto delle differenti esigenze di tutela degli investitori connesse con la qualità e l'esperienza professionale dei medesimi», dovendosi così rite-

nere che la normativa primaria introdotta dal d. lgs. 1998/58 riconosce la necessità di graduare la tutela giuridica offerta alla clientela degli intermediari finanziari.

In applicazione del d. lgs. 1998/58, il successivo regolamento Consob 11522/1998 ha previsto all'art. 31, in favore dei cosiddetti operatori qualificati, un'ampia deroga alla normativa generale in ordine alla tutela del cliente, espressamente ricomprendendo tra gli operatori qualificati – con disposizione che è stata anche successivamente reiterata - «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in strumenti finanziari espressamente dichiarata per iscritto dal legale rappresentante».

1.2. Le stesse esigenze di tutela differenziata degli investitori erano però presenti in precedenza, pur in mancanza di espresse previsioni nella normativa primaria, nel sistema di tutela delineato dalla legge 1991/1. Invero, l'opportunità di non estendere a tutti i clienti la normativa a tutela dell'investitore risponde all'esigenza di contemperare la protezione del cliente medesimo con le ragioni di celerità e di flessibilità dei rapporti contrattuali nel peculiare settore degli investimenti mobiliari, in quanto riservare ad un cliente particolarmente esperto l'identico trattamento previsto per un cliente ordinario, privo di specifiche conoscenze ed esperienza nel settore, conduce all'inutile applicazione di norme di salvaguardia, che si traducono in un rallentamento delle operazioni contrattuali e in un incremento dei costi, senza alcun concreto vantaggio per il cliente che sia già in grado di conoscere e valutare le caratteristiche e i rischi specifici dell'operazione.

Alla luce di tali principi vanno interpretate «le regole di comportamento» che la legge 1991/1 ha demandato alla Consob di determinare per lo svolgimento da parte delle società di intermediazione mobiliare delle attività alle quali sono state autorizzate. Legittimamente, pertanto, la Consob, anche in mancanza di un'espressa previsione contenuta nella normativa primaria - successivamente introdotta, come già precisato - ma recependo le regole di flessibilità operativa richiesta dal mercato dell'intermediazione mobiliare e tenendo conto della mancanza di necessità di approntare una specifica e pregnante tutela per i servizi offerti a clienti già particolarmente esperti, ha consentito la disapplicazione di alcune norme di salvaguardia nei confronti di tali clienti, in attuazione della delega ricevuta dalla norma di riferimento, che ha inteso attribuire alla Consob, nell'ambito delle sue discrezionali valutazioni, un potere di salvaguardia con riferimento a situazioni in cui erano da ravvisare effettive esigenze di tutela sostanziale di operatori sprovvisti dei requisiti di conoscenza e di esperienza adeguati al livello di rischiosità delle operazioni poste in essere.

Come esattamente rilevato dalla Corte d'appello, con l'art. 13 del regolamento 1991/5387, la Consob, disciplinando - nell'esercizio del potere, attribuitole dalla legge, di determinare le regole di comportamento delle società di intermediazione mobiliare - fattispecie non direttamente prese in considerazione dalla norma primaria di riferimento, ha delineato una disciplina che non si pone *contra legem*, ma si configura *praeter legem*, così provvedendo a colmare quegli spazi lasciati vuoti dalla legge, proprio



perché demandati alla normativa regolamentare. In tal modo la Consob ha esercitato la potestà regolamentare propria delle autorità amministrative indipendenti, che non mira soltanto a precisare in dettagli tecnici il contenuto di regole di comportamento fissate in linea generale dalla legge, ma è funzionale ad un'esigenza di ampia regolamentazione di settori operativi, da svolgersi nel quadro dei principi generali stabiliti dalla normativa primaria, ma con larghi margini di scelta discrezionale, così da poter disciplinare autonomamente materie aventi dignità legislativa ma non trattate dalla legge e realizzare, in tal modo, una funzione integratrice delle fonti primarie.

2. Con il secondo motivo la società Ariostea denuncia, in via subordinata, la violazione e falsa applicazione dell'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387 e dell'art. 6, lett. A), D), E), F) della legge 1991/1, nonché vizio di omessa pronuncia, censurando la sentenza impugnata in quanto i giudici di appello, dopo aver ritenuto legittimo l'art. 13 del regolamento Consob citato, avrebbero errato nel attribuire alla società medesima natura di operatore qualificato, in conseguenza della semplice sottoscrizione di un documento predisposto dalla banca, senza indagare nel merito se la società fosse effettivamente in possesso di una specifica competenza ed esperienza nella materia dell'intermediazione mobiliare.

In particolare la ricorrente deduce che:

2.1. per l'applicazione del richiamato art. 13 è necessario che la persona giuridica sia in possesso di una specifica compe-

tenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari e che tale situazione venga dichiarata, in quanto non è la semplice dichiarazione che attribuisce natura costitutiva dello status di operatore qualificato, bensì la compresenza dei requisiti sostanziali insieme con la dichiarazione medesima;

2.2. la Corte di merito non ha affrontato il diverso, ma connesso, problema dei limiti di opponibilità alla banca di una situazione reale diversa da quella dichiarata, laddove la divergenza sia conosciuta o conoscibile dall'istituto; in realtà i giudici di appello avrebbero dovuto accertare se l'Ariosteia fosse effettivamente o meno un operatore qualificato, esaminando la specifica censura sollevata nell'atto di appello alla soluzione affermativa a cui, erroneamente, era pervenuto il primo giudice; invece la Corte di merito ha omesso di verificare se la divergenza tra la situazione reale e quella dichiarata esistesse e fosse nota alla banca, circostanza che, se accertata, avrebbe finito per attribuire alla dichiarazione contenuta nel modulo fatto sottoscrivere alla società il valore di una mera clausola di stile;

2.3. nel caso di specie, l'Ariosteia non era un operatore abituale, e neppure occasionale, del mercato dei valori mobiliari e perciò non poteva avere competenza ed esperienza in materia, mentre la ratio dell'art. 13, se legittimo e applicabile al caso di specie, era quella di escludere dall'ambito di protezione stabilito dall'art. 6 della legge 1991/1 soltanto i soggetti che si occupassero con professionalità del mercato dei valori mobiliari e che fossero perciò in possesso di competenza ed esperienza specifiche, intendendosi per professionalità un'organizzazione mirata allo

scopo, nella specie del tutto inesistente come ben noto alla banca che da anni intratteneva rapporti con la società, della quale conosceva l'effettiva attività e l'organizzazione aziendale, nonché i relativi prodotti ed i mercati di riferimento;

2.4. il documento datato 12 aprile 1992, predisposto dalla banca e sottoposto alla firma dell'Ariosteia, era del tutto generico e inidoneo allo scopo e la Corte di merito ha finito per legittimare l'utilizzo da parte della banca di un modulo prestampato, quale mezzo preordinato alla disapplicazione della norma primaria e quindi volto alla realizzazione di un'ingiustificata e invalida limitazione di responsabilità dell'intermediario, in contrasto con i principi fissati dalla legge delega.

3. Anche tale motivo è privo di fondamento, ma la motivazione in diritto della sentenza impugnata, sul punto concernente la rilevanza e l'efficacia della dichiarazione relativa al possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari, deve essere corretta nei termini qui di seguito precisati.

L'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387 ha definito come operatore qualificato, tra gli altri soggetti e per quel che rileva nel presente giudizio, anche «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto» nel contratto previsto dal precedente art. 9 del medesimo regolamento. Quindi, in base alla citata disposizione regolamentare, la natura di operatore qualificato discende dalla con-

temporanea presenza di due requisiti: uno di natura sostanziale, vale a dire l'esistenza della specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in valori mobiliari in capo al soggetto (società o persona giuridica) che intenda concludere un contratto avente ad oggetto operazioni su detti valori; l'altro, di carattere formale, costituito dalla espressa dichiarazione di possedere la competenza ed esperienza richieste, sottoscritta dal soggetto medesimo.

Appare al riguardo evidente la ratio della norma in esame, volta a richiamare l'attenzione del cliente circa l'importanza della dichiarazione ed a svincolare l'intermediario dall'obbligo generalizzato di compiere uno specifico accertamento di fatto sul punto, tenuto anche conto che nella disposizione in esame non si rinviene alcun riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva e non è previsto a carico dell'intermediario alcun onere di riscontro della veridicità della dichiarazione, riconducendo invece alla responsabilità di chi amministra e rappresenta la società dichiarante gli effetti di tale dichiarazione.

3.1. Tali considerazioni inducono a ritenere che, in mancanza di elementi contrari emergenti dalla documentazione già in possesso dell'intermediario in valori mobiliari, la semplice dichiarazione, sottoscritta dal legale rappresentante, che la società disponga della competenza ed esperienza richieste in materia di operazioni in valori mobiliari - pur non costituendo dichiarazione confessoria, in quanto volta alla formulazione di un giudizio e non all'affermazione di scienza e verità di un fatto obiettivo (art.

2730 c.c; Cass. 1973/1662; 1981/5025; 2002/16127; 2006/13212) - esoneri l'intermediario stesso dall'obbligo ulteriori verifiche sul punto e, in carenza di contrarie allegazioni specificamente dedotte e dimostrate dalla parte interessata, possa costituire argomento di prova che il giudice - nell'esercizio del suo discrezionale potere di valutazione del materiale probatorio a propria disposizione ed apprezzando il complessivo comportamento extraprocessuale e processuale delle parti (art. 116 c.p.c.) - può porre a base della propria decisione, anche come unica e sufficiente fonte di prova in difetto di ulteriori riscontri, per quanto riguarda la sussistenza in capo al soggetto che richieda di compiere operazioni nel settore dei in valori mobiliari dei presupposti per il riconoscimento della sua natura di operatore qualificato ed anche ai fini dell'accertamento della diligenza prestata dall'intermediario con riferimento a tale specifica questione, ai sensi dell'articolo 13, comma 10, della legge 1991/1 (cfr. Cass. 1998/5784; 2000/4085; 2002/10268; 2003/15172; 2005/4651).

Nel caso di asserita discordanza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione reale da tale dichiarazione rappresentata, graverà su chi detta discordanza intenda dedurre, al fine di escludere la sussistenza in concreto della propria competenza ed esperienza in materia di valori mobiliari, l'onere di provare circostanze specifiche dalle quali desumere la mancanza di detti requisiti e la conoscenza da parte dell'intermediario mobiliare delle circostanze medesime, o almeno la loro agevole conoscibilità in base ad elementi obiettivi di riscontro, già nella disponibilità

dell'intermediario stesso o a lui risultanti dalla documentazione prodotta dal cliente.

3.2. Nel caso di specie, dalla sentenza impugnata si evince che la società attrice, a fronte della propria dichiarazione di essere un operatore qualificato ai sensi dell'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387, non ha fornito alcun idoneo elemento di prova in ordine all'esistenza di circostanze che consentissero di escludere tale sua qualità, o comunque la propria competenza ed esperienza nel campo delle operazioni in valori mobiliari, ed alla conoscenza o conoscibilità di tali circostanze da parte della banca intermediaria. Al contrario, la Corte di appello di Torino, con idonea e logica motivazione che resiste alle censure sollevate dalla ricorrente, ha accertato che la società Ariostea - per il peso economico-commerciale rivestito sia sul mercato nazionale, che su quello internazionale (in relazione al quale, per il compimento di operazioni in valuta straniera, era necessario adottare cautele contro i rischi di cambio), per il volume di affari registrato, per le persone ed i mezzi di cui disponeva - doveva ritenersi a conoscenza delle regole che disciplinano il mercato dei valori mobiliari e consapevole dei rischi a cui operazioni come quella conclusa potevano esporre, così da poter essere considerata un operatore economico qualificato, ai sensi dell'art. 13 del regolamento Consob 1991/5387 e ai fini da tale disposizione perseguiti.

4. Con il terzo motivo la società Ariostea - denunciando violazione e falsa applicazione degli art. 2384 bis, 2697 ed 2909 c.c., nonché insufficiente e contraddittoria motivazione - deduce

in via alternativa che la sentenza di appello è illegittima nel capo in cui ha escluso la estraneità all'oggetto della società dell'operazione di swap posta in essere e la mala fede della banca intermediaria.

In particolare con la complessiva censura si afferma che:

4.1. la società Ariostea svolge come attività specifica ed esclusiva la produzione e commercializzazione di piastrelle ceramiche e, poiché il Tribunale ha accertato con pronuncia passata in giudicato la natura puramente speculativa del contratto di swap, l'indagine della Corte di appello non poteva che portare a riconoscere l'estraneità del contratto all'oggetto sociale;

4.2. quanto alla mala fede della banca, sono stati acquisiti agli atti inequivoci documenti atti a comprovare la conoscenza da parte dell'istituto di credito della situazione patrimoniale, finanziaria e valutaria dell'Ariostea, che avrebbe comunque potuto essere oggetto di richiesta di informazioni; in particolare, la banca era certamente a conoscenza della reale situazione finanziaria e valutaria di Ariostea e sapeva che la società era indebitata in marchi tedeschi con mutui e leasing in tale valuta e che, per prassi costante, si faceva anticipare dalle banche i crediti in valuta, con la conseguenza che non esistevano crediti non anticipati; in particolare l'istituto bancario era a conoscenza che l'operazione di swap del maggio 1992 per 30 milioni di marchi aveva natura meramente speculativa, estranea all'oggetto sociale.

5. Anche tale censura è priva di fondamento.

La Corte di appello, ancora una volta con congrua motivazione, immune da vizi logici, ha escluso l'estraneità all'oggetto sociale dell'Ariosteia dell'operazione di swap posta in essere dall'attrice, anche con riferimento agli aspetti più strettamente speculativi dell'operazione medesima, sulla base delle considerazioni dettagliatamente già esposte al precedente punto III.a. della narrativa della presente sentenza.

La ricorrente, lungi dal configurare specifici vizi della motivazione, si limita a contrapporre all'apprezzamento delle risultanze processuali compiuto dai giudici di appello una propria e diversa valutazione delle stesse risultanze, così mirando inammissibilmente al riesame, in sede di giudizio di legittimità, dell'accertamento di fatto compiuto dal giudice del merito e delle conclusioni da lui raggiunte (Cass. 2000/5806; 2003/17651; 2004/15675; 2007/16955).

Assume rilievo a tale riguardo il principio, già più volte affermato da questa Corte, secondo cui i vizi della sentenza posti a base del ricorso per cassazione non possono risolversi nel sollecitare una lettura delle risultanze processuali diversa da quella operata dal giudice di merito, o consistere in censure che investano la ricostruzione della fattispecie concreta, o che siano attinenti al difforme apprezzamento dei fatti e delle prove dato dal giudice del merito rispetto a quello preteso dalla parte (Cass. 2007/7972; 2007/13954).

6. Le considerazioni che precedono conducono al rigetto del ricorso. La parziale correzione della motivazione in diritto



della sentenza impugnata giustifica la compensazione per la metà delle spese del giudizio di cassazione, che per la restante metà, da liquidarsi come in dispositivo, vanno poste a carico della ricorrente secondo il principio della soccombenza.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso. Compensa per la metà le spese del giudizio di cassazione e condanna la ricorrente al pagamento della restante metà, che liquida in euro 7.700,00, di cui euro 7.500,00 per onorari, oltre a spese generali e accessori di legge.

Così deciso in Roma, il 24 febbraio 2009

*I LIMITI DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI INTERMEDIARI NEI CONFRONTI DI SOCIETÀ CHE STIPULANO UN CONTRATTO DI SWAP DICHIARANDO DI ESSERE OPERATORI QUALIFICATI*

1. La decisione della Suprema Corte in commento si occupa delle dichiarazioni sottoscritte dal legale rappresentante di una società, con cui si afferma la propria qualità di “operatore qualificato”, al fine di escludere l’applicazione delle speciali tutele che l’ordinamento appresta per i piccoli investitori non in grado di valutare i rischi derivanti da un investimento finanziario. Si tratta di una questione dibattuta da parte di giurisprudenza di merito<sup>20</sup> e della dottrina<sup>21</sup> negli ultimi anni.

---

<sup>20</sup> Per le pronunce favorevoli a ritenere sufficiente la semplice dichiarazione per la rinuncia alle tutele previste per i risparmiatori inconsapevoli: App. Trento, 5 marzo 2009,

La sentenza pur riguardando un caso soggetto alla disciplina previgente, stabilita con la legge 1 del 1991, è importante considerato che, nonostante diversi cambiamenti della disciplina, prima con il t.u. della finanza (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) e poi con le correzioni apportate a quest'ultimo testo normativo in attuazione della direttiva MiFID (dir. 2004/39/CE e dir.

---

in *Giur. Merito*, 2009, 1512 ss.; App. Milano, 12 ottobre 2007, in *Giur. It.*, 2008, 1164 ss., con nota di C. MOTTI, *L'attestazione della qualità di operatore qualificato nelle operazioni in strumenti derivati fra banche e società non quotate*; Trib. Milano, 15 ottobre 2008, in *www.ilcaso.it*, (il tribunale, peraltro, precisa che la dichiarazione è sufficiente solo se l'intermediario abbia informato il dichiarante delle conseguenze che derivano dalla sottoscrizione della stessa); Trib. Milano 3 aprile 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 36 ss., con nota critica di V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di «operatore qualificato» del mercato finanziario rispetto ad una società*; la decisione del Tribunale di Milano, peraltro, afferma che la normativa commentata presenta dei limiti e tenta una ricostruzione delle norme alla luce delle disposizioni in corso di predisposizione da parte della Consob, al fine di recepire la direttiva MiFID. In senso contrario Trib. Vicenza, 12 febbraio 2008, in *Giur. It.*, 2008, 2235; Trib. Rovigo, 3 gennaio 2008, in *Giur. It.*, 2008, 2235 ss.; Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 57 ss., con nota di V. LEMMA, *L'operatore qualificato nelle operazioni in derivati*.

<sup>21</sup> In dottrina si sono pronunciati in favore della sufficienza della dichiarazione per la rinuncia alle tutele previste per i risparmiatori inconsapevoli F. BRUNO, *Derivati OTC e incomprendibile svalutazione dell'autocertificazione del legale rappresentante della società acquirente*, in *Corr. del merito*, 2008; F. BOCHICCIO, *Operatività in strumenti derivati con investitore professionale: i limiti apportati dalla normativa di settore e dall'oggetto sociale dell'investitore*, in *Dir. banca int. fin.*, 2005, 249 e ss. Si sono espressi, invece, in favore dell'esistenza di un obbligo della banca di verificare la rispondenza della dichiarazione ai fatti: G. SALATINO, *Contratti di swap dall'operatore qualificato al cliente professionale: il tramonto delle dichiarazioni "autoreferenziali"*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, II, 201 ss.; V. SANGIOVANNI, *I contratti derivati e il regolamento Consob n. 11522 del 1998*, in *Giur. Merito*, 2009, 1516 ss.; V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di «operatore qualificato» cit.*, 36 ss.; L. RUGGERI, *L'operatore qualificato con particolare riguardo ai contratti di swap*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, 403 ss.; B. INZITARI, V. PICCININI, *La tutela del cliente nella negoziazione di strumenti finanziari*, in *Il diritto degli affari*, a cura di B. Inzitari, 2008, Padova, p. 85 ss.; R. LENER, *Il conflitto di interessi nelle gestioni patrimoniali individuali e collettive*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, 2007, 431 ss.; ID., *Teoria contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, 58 ss.

2006/73/CE recepite con l. 6 febbraio 2007, n. 13, d.lgs. n. 164 del 2007 e reg. Consob 16190, di seguito reg. intermediari), anche le attuali disposizioni continuano ad attribuire rilievo, pur con alcune significative innovazioni, allo strumento della dichiarazione dell'investitore che rinuncia alle protezioni previste dalle norme di comportamento, chiedendo di essere considerato un "cliente professionale".

Inoltre, le nuove disposizioni di attuazione degli indirizzi comunitari, dirette a stabilire una disciplina uniforme in Europa e più rigorosa di quella precedente per la tutela degli investitori, prevedono in più punti la possibilità che i clienti rifiutino l'attivazione delle speciali tutele previste dalla legge sulla base di una dichiarazione. Oltre all'ipotesi relativa alla qualità di operatore qualificato, oggetto di analisi, secondo le direttive il cliente può scegliere di non fornire all'intermediario le informazioni circa le proprie conoscenze ed esperienze utili ai fini della formulazione da parte dell'intermediario di un giudizio di adeguatezza (*suitability rule*); tale dichiarazione comporta l'obbligo dell'intermediario di rappresentare al cliente che la sua decisione impedisce di valutare se il servizio o il prodotto sia adatto a lui. Solo se si tratta di servizi di gestione e di consulenza, il rifiuto del cliente comporta l'obbligo dell'intermediario di astenersi dal prestare il servizio (art. 19, par.5, dir. 2004/39/CE).

La Cassazione in questa sentenza afferma che il previgente ordinamento, prevedendo che possa essere definito operatore qualificato "ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni in

valori mobiliari espressamente dichiarata per iscritto” (art. 13 reg. Consob 191/5387) si proponga di richiamare l’attenzione del cliente sull’importanza della dichiarazione e di svincolare l’intermediario dall’obbligo di compiere uno specifico accertamento di fatto. Si tratta di una dichiarazione che, pur non essendo confessoria perché volta alla formulazione di un giudizio, esone-  
ra l’intermediario dall’obbligo di ulteriori verifiche sul punto.

La mancanza di indicazioni nelle norme di un riferimento alla rispondenza tra il contenuto della dichiarazione e la situazione di fatto effettiva, induce la Cassazione a ritenere sufficiente la semplice dichiarazione, in contrasto con la giurisprudenza di merito che ha affermato, anche nel previgente regime normativo, che la dichiarazione di operatore qualificato non possa essere costituita da una mera ripetizione del dettato legislativo; secondo quest’ultima tesi, tale dichiarazione, al fine di consentire all’intermediario la valutazione sul grado di consapevolezza del cliente, deve contenere specifiche indicazioni dei fatti e delle circostanze in forza dei quali il cliente si ritenga in possesso dell’esperienza dichiarata<sup>22</sup>.

La Suprema Corte, quindi, pur riconoscendo che la natura di operatore qualificato discende da un requisito sostanziale, ossia l’esistenza di una specifica competenza ed esperienza, ed uno di carattere formale, costituito dalla dichiarazione, ritiene che la responsabilità per la difformità fra la dichiarazione e i fatti ricada

---

<sup>22</sup> Cfr. in tal senso App. Trento 5 marzo 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Catania 18 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Rovigo 3 gennaio 2008, in *www.ilcaso.it*; Trib. Torino 18 settembre 2007, cit.

interamente sul legale rappresentante della società<sup>23</sup>. Secondo la Corte, quindi, la tutela apprestata per gli investitori inconsapevoli dal precedente quadro normativo non stabilisce un onere di protezione degli interessi di questi ultimi in capo agli intermediari, ma si limita a imporre oneri informativi a questi ultimi per richiamare l'attenzione dei clienti sulla rilevanza delle scelte effettuate.

2. In realtà, anche le disposizioni attualmente vigenti di attuazione della MiFID, pur avendo introdotto alcune importanti modifiche sul punto degli obblighi degli intermediari che acquisiscono una dichiarazione con cui il cliente rinuncia alle tutele stabilite per i risparmiatori “non consapevoli”, ci sembra che non conducano a interpretare l'assetto regolamentare in maniera radicalmente diversa rispetto a quello precedente, oggetto della decisione della Cassazione in commento.

Le nuove norme dedicano un ampio spazio proprio al tema della classificazione della clientela. Un apposito allegato del reg. intermediari (all. II) contiene indicazioni puntuali e dettagliate sulle condizioni e sul procedimento che consente all'intermediario di classificare un cliente come professionale. E' evidente che le disposizioni comunitarie annettono grande importanza alla classificazione della clientela come condizione preliminare per considerare il comportamento degli intermediari corretto. La professionalità dei clienti, che comporta la rinuncia alle tutele previ-

---

<sup>23</sup> In senso analogo cfr. Trib. Cuneo 9 febbraio 2009, in *www.ilcaso.it*; Trib. Venezia 25 ottobre 2007, in *www.ilcaso.it*; Trib. Milano, 3 aprile 2004, cit.

ste dall'ordinamento, non è più rimessa a una semplice dichiarazione, ma ad un procedimento complesso. I criteri sostanziali per essere considerati "clienti professionali" (questa dizione ha sostituito quella di operatore qualificato) sono sostanzialmente analoghi a quelli previsti dalle previgenti disposizioni: il possesso di esperienza, conoscenze e competenze necessarie per prendere decisioni in materia di investimenti e valutare i rischi che si assumono.

La consapevolezza dei rischi assunti resta l'obiettivo delle disposizioni normative sui mercati finanziari. I clienti professionali sono distinti fra clienti professionali "di diritto" e clienti professionali "su richiesta". Nella prima categoria sono inclusi i soggetti che in ragione dell'attività esercitata, ovvero delle dimensioni dell'impresa, si presume che abbiano le capacità di valutare i rischi dell'investimento. Le attività considerate utili per rendere il cliente consapevole sono maturate nel settore finanziario, inteso in senso generale; sono, infatti, clienti professionali le banche, le imprese di investimento, le società di gestione del risparmio, le imprese di assicurazione ecc. Laddove l'attività esercitata non ricada nell'elenco tassativo individuato dal legislatore, l'impresa deve essere di dimensioni rilevanti; i criteri dimensionali fanno riferimento al totale di bilancio, al fatturato netto o ai fondi propri (almeno due elementi devono superare le soglie stabilite dalle norme). Questi criteri identificano imprese di grandi dimensioni, con esclusione delle piccole, ma anche delle medie imprese; in tal senso, milita soprattutto il riferimento di 2.000.000 di euro di fondi propri che è una soglia particolarmente

te elevata se si considera il basso livello di capitalizzazione delle imprese italiane. Anche questi soggetti possono richiedere l'applicazione del sistema integrale delle tutele stabilite per i piccoli risparmiatori: è necessario, peraltro, un accordo scritto (non una semplice dichiarazione) che precisa i servizi e le operazioni per le quali si richiede l'applicazione delle ordinarie regole di comportamento.

Come precisato in premessa, anche le nuove disposizioni consentono ai clienti di rinunciare all'applicazione delle regole di comportamento degli intermediari a protezione dei piccoli risparmiatori sulla base di una richiesta degli stessi. Non è più sufficiente una semplice dichiarazione, anche se essa resta necessaria. La dichiarazione si inserisce in un procedimento complesso; essa è valida solo se l'intermediario abbia svolto una valutazione adeguata delle competenze, delle esperienze e delle conoscenze del cliente. Anche la procedura per la verifica è definita in maniera puntuale dal legislatore: l'intermediario deve effettuare un vero e proprio test di competenza che comporta il controllo della sussistenza di almeno due delle condizioni previste; queste ultime riguardano la frequenza pregressa di operazioni di dimensione significative; un valore del portafoglio gestito che esclude i piccoli risparmiatori; aver lavorato nel settore finanziario. Per l'accertamento di queste condizioni, l'intermediario deve adottare tutte le misure "ragionevoli possibili".

Le norme, inoltre, impongono una particolare procedura nel rilascio della dichiarazione atta a richiamare l'attenzione del cliente sulla rilevanza e sui possibili rischi derivanti dalla sua

sottoscrizione; l'impresa deve comunicare per iscritto al cliente le conseguenze della sua qualificazione come professionale; i clienti devono sottoscrivere anche un'altra dichiarazione, oltre al contratto, nella quale affermano di essere consapevoli delle conseguenze derivanti dall'essere considerati come "clienti professionali".

Rispetto alla disciplina esaminata dalla Suprema Corte, le nuove regole introducono requisiti procedurali per l'accertamento di condizioni atte a confermare la dichiarazione; non si tratta, peraltro, di una verifica della rispondenza dei fatti al dichiarato, che sposta l'onere di accertamento sull'intermediario<sup>24</sup>, ma della fissazione di un obbligo di seguire specifiche procedure atte a mettere in evidenza situazioni e fatti che possano contraddire o confermare la dichiarazione. I regolamenti Consob, riproducendo alla lettera la disposizione comunitaria, fanno riferimento a quanto l'intermediario possa "ragionevolmente" ritenere, tenuto conto della natura delle operazioni e dei servizi previsti, sul grado di consapevolezza dei clienti dei rischi assunti. Il limite della ragionevolezza è richiamato anche per valutare le misure organizzative che l'intermediario deve porre in essere per l'accertamento della sussistenza delle condizioni per la corretta effettuazione del test di competenza. L'intermediario, quindi, è tenuto a effettuare con criteri di diligenza professionale i risultati del test, ma non ha l'obbligo della verifica dei fatti al dichiarato.

---

<sup>24</sup> Diversamente G. SALATINO, *op. cit.*, 201 ss. afferma che, secondo la nuova disciplina comunitaria, la dichiarazione di essere operatore qualificato "...rappresenta solamente il primo atto di un procedimento di valutazione della competenza del cliente. Che è interamente a carico dell'intermediario..."; in senso analogo L. RUGGIERI, *op. cit.*, 403 ss.



D'altro canto, anche secondo il previgente sistema normativo, nell'interpretazione di varie sentenze di merito, non poteva essere considerata valida una dichiarazione con cui si autocertifica la propria qualità di operatore qualificato, se essa era contraddetta da informazioni già in possesso dell'intermediario. Doveva essere attribuito rilievo alla circostanza che l'intermediario disponesse di informazioni rilevanti sul cliente, acquisite in occasione di altri rapporti di investimento<sup>25</sup>. Un altro esempio può essere rappresentato dal caso in cui l'intermediario sia una banca; il corretto svolgimento dell'attività principale, quella di erogazione del credito, si traduce nella produzione di informazioni sui clienti che possono essere utili anche ai fini della qualificazione dello stesso alla luce della disciplina sui servizi di investimento.

Quindi, anche secondo le vecchie norme, commentate dalla Cassazione in oggetto, pur non essendo imposto all'intermediario di svolgere una specifica attività di accertamento della rispondenza al vero della dichiarazione, non può essere considerato diligente il comportamento dell'intermediario che ignori la palese contraddizione della dichiarazione effettuata dal cliente con eventuali elementi di fatto già da essa conosciuti<sup>26</sup>.

3. Alla luce di queste considerazioni, il confronto fra la nuova e la precedente disciplina mostra che non sono cambiate sostan-

---

<sup>25</sup> Cfr. sul punto Trib. Verona 1 aprile 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it) il quale afferma come sia rilevante ai fini della qualificazione della clientela la circostanza che in occasione di altri rapporti precedenti esso sia stato dichiarato cliente "non professionale".

<sup>26</sup> In tal senso cfr. Consob n. DI/30396 del 21/4/2000, in [www.consob.it](http://www.consob.it); Trib. Milano 15 ottobre 2008, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it);

zialmente le regole sulla correttezza dei comportamenti, né la loro interpretazione; la novità più significativa introdotta con le norme di recepimento della MiFID, è rappresentata dal rafforzamento degli obblighi organizzativi degli intermediari.

Gli intermediari che effettuano servizi di investimento, secondo i principi generali già affermati in precedenza, hanno l'obbligo di dotarsi di una adeguata organizzazione per il corretto svolgimento degli stessi (cfr. art. 21, comma 1, lett. d); in particolare, devono disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi. Questi obblighi sono stati accresciuti con il recepimento della MiFID. Caso evidente è quello riguardante la disciplina delle ipotesi di conflitto di interessi. La previgente disciplina italiana prevedeva l'informazione preventiva e l'autorizzazione scritta per ogni singola operazione in conflitto (art. 27, comma 3, reg. intermediari previgente).

La normativa comunitaria impone, invece, una descrizione, in forma sintetica, della politica seguita dall'impresa in materia di conflitti; maggiori dettagli sulla politica in materia di conflitti è fornita su richiesta del cliente (art. 30, par. 1, lett. h) e i), dir. 2006/73/CE); inoltre, l'informazione preventiva su ogni singola operazione deve essere data solo se i presidi organizzativi e amministrativi non escludano con «ragionevole certezza il rischio di nuocere agli interessi dei clienti» (art. 18, par. 2, dir. 2006/73). Le norme comunitarie riducono gli obblighi informativi su questo aspetto, puntando su una tutela affidata, in misura maggiore rispetto al passato, sull'organizzazione dell'intermediario per indi-

viduare ogni situazione di conflitto ed evitare che tale situazione comporti una operatività non indipendente in danno dei clienti (art. 29, comma 1, lett. i) reg. intermediari e art. 23, comma 3, reg. Consob-Banca d'Italia ai sensi dell'art. 6, comma 2 *bis*, t.u. della finanza).

Questa nuova impostazione sposta naturalmente l'attenzione degli operatori dal compimento di una attività materiale, come la richiesta di informazioni e l'acquisizione delle stesse, o del consenso ad operare anche in assenza delle stesse - che si può tradurre in una osservanza solo formale degli obblighi stabiliti dalle norme - alla definizione di un assetto organizzativo che possa consentire di operare nel pieno rispetto delle disposizioni<sup>27</sup>. Il nuovo approccio rafforza la tutela del cliente poiché comporta che gli intermediari debbano predisporre assetti organizzativi adeguati per il rispetto delle regole di condotta, così limitando la possibilità di una applicazione formalistica delle disposizioni di attuazione della MiFID.

Ci sembra, quindi, che l'obiettivo della regolamentazione sui mercati finanziari resta quello di rendere il cliente "consapevole" dei rischi assunti; in tal senso, l'interpretazione della Cassazione in commento appare coerente anche con il nuovo quadro legislativo; togliere qualsiasi significato alla sottoscrizione di un modulo, se pur prestampato, da parte di un cliente, specie laddove si tratti di un soggetto che in ragione dei doveri professionali, è tenuto a un particolare grado di diligenza, significa una equipa-

---

<sup>27</sup> Cfr. in tal senso F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari investitori mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, p. 63 ss.

razione verso il basso di tutta la clientela, che comporta di fatto un obbligo di “protezione” dell’investitore da parte della banca, dai rischi in può incorrere a prescindere dalle caratteristiche, dalla capacità e dalle conoscenze dello stesso. L’amministratore di una impresa, specie se di dimensioni significative ha il dovere di prestare attenzione ai rischi assunti con la sottoscrizione di un contratto<sup>28</sup>, come dimostra la nuova la nuova distinzione in categorie dei clienti. L’intermediario, per altro verso, non può fare affidamento solo sulla dichiarazione, ma deve approntare una serie di procedure e controlli per assicurarsi di aver instaurato la relazione negoziale con il cliente in maniera corretta.

Neppure appaiono convincenti le argomentazioni che attribuiscono alla intrinseca complessità di un prodotto finanziario rilievo al fine di negare la qualifica, ancorché autocertificata, di operatore professionale. Il caso frequente nel quale questo tipo di argomenti è stato sollevato è proprio quello che riguarda la conclusione di contratti di swap o contratti derivati da parte di imprese aventi un oggetto industriale, di cui tratta la sentenza in esame. Come osservato in precedenza, anche le nuove disposizioni comunitarie equiparano le imprese di rilevanti dimensioni alle imprese finanziarie; di conseguenza appare discutibile affermare che le operazioni di finanza innovative non sono comprensibili se non da un soggetto che per la sua attività ordinaria si occupi di finanza. L’oggettiva difficoltà di comprensione dei meccanismi e dei rischi assumibili con una operazione particolarmente sofisticata di innovazione finanziaria, non può trasformare automatica-

---

<sup>28</sup> Cfr. in tal senso Trib. Verona, 1, aprile 2008, *cit.*

mente l'amministratore dell'impresa in un soggetto sprovveduto; ove si acceda a quest'interpretazione l'obbligo dell'intermediario di comportarsi secondo principi di correttezza si traduce nel dovere di tutelare l'interesse del cliente, in contrasto con l'interpretazione generale della disciplina, anche di quella di recepimento della MiFID, che non ci sembra imponga agli intermediari di proteggere la sfera patrimoniale degli investitori da operazioni oggettivamente inadatte alle loro caratteristiche; non esiste, in generale, un *duty of care* degli intermediari nei confronti dei clienti<sup>29</sup>. La soglia della tutela per gli investitori che affidano i loro risparmi al circuito dei mercati finanziari si ferma di fronte a un principio di autoresponsabilità.

*Concetta Brescia Morra*

Associato di Diritto dell'Economia  
nell'Università del Sannio Benevento

---

<sup>29</sup> Cfr. in tal senso A. PERRONE, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in Riv. soc., 2005 p. 1018 ss.

# I

## CONSIGLIO DI GIUSTIZIA AMMINISTRATIVA PER LA REGIONE SICILIANA

15 aprile 2009, n. 231

**Attività di rilascio di garanzie finanziarie – Banche e intermediari finanziari abilitati – Potere dell'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato - Individuazione dei soggetti che possono rilasciare garanzia – Ammissibilità.**

*E' legittimo che l'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato, nel definire le forme di garanzia che i concessionari del servizio di raccolta di giochi e scommesse devono offrire con riferimento alle obbligazioni derivanti dalla concessione, alla stregua della vigente normativa in tema di concessione di servizi, escluda quelle rilasciate, sulla base di un implicito giudizio di maggiore economicità ed affidabilità, dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del testo unico bancario.*

(D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, artt. 106 e 107; d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163, art. 75, comma 3)

[*Omissis...*]

## F A T T O

1. Con la sentenza in epigrafe, la Sezione Prima di Palermo del Tribunale Amministrativo Regionale per la Regione Siciliana ha respinto il ricorso proposto dalla attuale appellante - al tempo titolare di n. 16 concessioni, assentite nel 1999 per la raccolta di scommesse a quota fissa su eventi sportivi diversi dalle corse di cavalli e su eventi non sportivi, esercitate in vari comuni italiani (tutti, tranne uno, in Sicilia) - per l'annullamento:

I-1) della nota, a firma di un dirigente della direzione per i giochi dell'AAMS, datata 30 agosto 2006 prot. n. 2006 / 29936 / Giochi / Sco / conc. n. 179 (Palermo, via Mariano Stabile n. 200/202), anticipata soltanto via fax, con la quale viene preannunciato che a decorrere dalle ore 24 del 7 settembre 2006 saranno interrotti i collegamenti telematici con il totalizzatore nazionale e conseguentemente vietata la raccolta delle scommesse da parte della società ricorrente, titolare di n. 16 concessioni rilasciate con decorrenza 1° gennaio 2000;

2) della nota 7 luglio 2006, prot. n. 2006/23462 / Giochi / Sco / conc. n. 179 proveniente dal medesimo ufficio, con la quale vengono inviati il modello di dichiarazione sostitutiva di certificazioni e l'elenco della documentazione richiesta, e viene assegnato termine sino al 9 agosto successivo per la presentazione dei documenti prescritti per il rinnovo delle concessioni di cui la società ricorrente è titolare: nella parte in cui è richiesta, tra i documenti, la fideiussione bancaria di cui all'art. 13 della convenzione-tipo per le concessioni per l'esercizio delle scommesse a quota fissa su eventi sportivi, diversi dalle corse dei cavalli, e su eventi non sportivi, approvata con decreto del Direttore Generale dell'AAMS del 30 giugno 2006;

3) e, per quanto occorra, dell'art. 13 della convenzione-tipo citata al superiore punto 2, se inteso nel senso che trova applicazione anche ai rinnovi delle concessioni rilasciate nel 1999;

4) di ogni altro atto comunque connesso o consequenziale;

II - nonché i motivi aggiunti proposti - nel medesimo giudizio - con tre successivi atti, per l'annullamento:

A) (con il I ricorso per motivi aggiunti) - della nota dell'8 settembre 2006, prot. n. 2006/31325/Giochi, a firma del Direttore per i Giochi dell'AAMS con la quale viene prorogato al 9 ottobre 2006 il termine per la presentazione delle garanzie previste dalla convenzione di concessione con avvertenza che decorso infruttuosamente detto termine, il procedimento di rinnovo delle concessioni di intenderà definitivamente concluso;

B) (con il II ricorso per motivi aggiunti) - di n. 16 note del 6/11/2006 prot. n. 2006/38200/Giochi/SCO con le quali l'Amministrazione intimata ha preannunciato la disattivazione "*entro dieci giorni dalla notifica del presente atto, del collegamento al totalizzatore nazionale delle scommesse non ippiche a quota fissa*" come conseguenza del mancato rinnovo di altrettante concessioni già oggetto dei provvedimenti impugnati con i ricorsi principali;

C) (con il III ricorso per motivi aggiunti) - di n. 16 note del 30 gennaio 2007 con cui l'Amministrazione intimata, a conclusione del procedimento volto al rinnovo delle singole concessioni, comunicava la chiusura del collegamento telematico con il totalizzatore nazionale, rigettando le rispettive istanze.

2. Avverso l'anzidetta sentenza propone appello la società soccombente, la quale - premesso che le concessioni sopra menzionate avevano scadenza al 31 dicembre 2005, e che a ciascuna accedeva apposito contratto tra detta concessionaria e il CONI - riassume i termini della vicenda, precisando, in fatto, che ciascuna delle sedici convenzioni faceva rinvio, quanto alla durata del rapporto, alla convenzione-tipo vigente al tempo, che prevedeva la rinnovabilità, per una sola volta, della concessione, su richiesta del concessionario e che, nelle more della decisione sulle istanze di rinnovo tempestivamente avanzate dalla società, il Direttore Generale dell'A.A.M.S., con decreto 23 giugno 2005 (in applicazione dell'art. 1 commi 286 e 287 L. 311/04 cit.) aveva disposto che le richieste di rinnovo delle concessioni presentate entro il mese di marzo 2005, dovevano essere accolte ed, inoltre,



che dell'accoglimento fosse data comunicazione agli interessati entro il 30 giugno 2005 con l'avvertenza che il mancato rispetto, entro il 30 aprile 2005, delle posizioni contabili avrebbe comportato il rigetto dell'istanza di rinnovo.

Precisa, ancora che, successivamente, con decreto del 30 giugno 2006, il Dir. Gen. A.A.M.S. aveva approvato la nuova convenzione tipo che "*accede alle concessioni per l'esercizio delle scommesse a quota fissa*"; che, con nota del 7 giugno 2006, il dirigente dell'ufficio scommesse della Direzione giochi dell'A.A.M.S., preso atto dell'esito positivo delle verifiche, invitava la società ricorrente ad inviare la documentazione necessaria per la stipula della convenzione, assegnando a tal fine il termine del 9 agosto 2006, espressamente richiedendo, però, che tra la documentazione da presentare, vi fosse quella inerente alla garanzia da prestare ai sensi dell'art. 13 della nuova convenzione tipo, e cioè nelle sole forme della cauzione o della fideiussione bancaria e per un importo di gran lunga superiore, rispetto a quanto convenuto nel 1999; ne sarebbe conseguita la richiesta dell'interessata di prorogare del termine prescritto, cui, peraltro, l'Amministrazione non aderiva, senza riscontrare la richiesta ed emanando, invece, atti e provvedimenti con i quali, nell'inviare il modello di dichiarazione sostitutiva di certificazioni e l'elenco della documentazione richiesta, (con termine, per la presentazione, fino al 9 agosto 2006), ha chiesto, a garanzia del rinnovo della concessione, la fideiussione bancaria prescritta dall'art. 13 della nuova convenzione tipo, approvata con decreto del Dir. Gen. A.A.M.S. 30 giugno 2006 (nota del 7 luglio 2006), preannunciando l'interruzione dei collegamenti telematici e vietando la raccolta di scommesse a far data dalle ore 24 del 7 settembre 2006.

Precisato inoltre, per sommi capi, oggetto e contenuto dei provvedimenti impugnati con il ricorso introduttivo ed i motivi aggiunti ed il contenuto impugnatorio del ricorso introduttivo e dei motivi aggiunti, l'appellante ripropone, in questa sede, in diritto, la questione relativa alla illegittimità della pretesa di escludere dalle forme di garanzia ammesse, ai fini del rinnovo, per il

periodo 2006-2010, quelle rese da un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del decreto legislativo n. 385/1993 (o da compagnia di assicurazione), articolandola in due distinti motivi di appello che investono, il primo, direttamente, la clausola apposta nella convenzione-tipo (ovvero l'art. 13 di detta convenzione) - della quale è chiesto l'annullamento, dipendendo in via derivata dalla sua illegittimità anche quella dei provvedimenti direttamente lesivi a loro volta conseguenti alla ritenuta insufficienza della documentazione depositata a titolo di garanzia delle obbligazioni assunte (la polizza emessa da [omissis] s.p.a. che è, anche, intermediario iscritto nell'elenco speciale di cui al citato art. 107) - ed il secondo, subordinatamente, l'applicazione dell'impugnato art. 13 al rapporto convenzionale pervenuto a scadenza prima della entrata a regime della nuova regolamentazione, illegittima in quanto tale rapporto doveva essere regolato dalla convenzione-tipo vigente nel 1999, in forza di espressa clausola convenzionale, anche con riferimento alle forme di garanzia che il concessionario era tenuto a prestare e sulla base della corretta interpretazione dell' art. 1, commi 286 e 287, L. n. 311/2004.

Secondo l'appellante, i precedenti giurisprudenziali su cui poggia la sentenza impugnata (e la stessa sentenza che li recepisce) sarebbero erronei ed in contrasto con la vigente normativa, che sarebbe, al contrario nel senso della equivalenza delle forme di garanzia prestate dai soggetti indicati nell'art. 107 del t.u. bancario; come deriverebbe dal nuovo codice sugli appalti e dalla stessa garanzia comunitaria della concorrenza e della circolazione degli operatori economici. In questo senso è segnalato ed invocato l'orientamento espresso dal Consiglio di Stato (in sede giurisdizionale - con ordinanza cautelare della sez. IV, n. 2508/2007 emessa proprio per la sospensione dell'efficacia della sentenza del TAR Lazio n. 139/2007 - ed in consultiva, con il parere n. 1299/2007 del 15 maggio 2007, emesso dalla sezione III consultiva, proprio con riferimento allo schema modulare di atto di convenzione generale relativo al rapporto fra concedente e

concessionario delle attività e funzioni connesse alla raccolta di giochi pubblici).

L'appellante conclude, pertanto, per l'accoglimento dell'appello e, conseguentemente, in riforma della sentenza appellata, del ricorso e dei motivi aggiunti proposti in primo grado, nonché per l'annullamento dei provvedimenti con essi impugnati.

3. L'Amministrazione statale, costituitasi in giudizio, resiste all'appello, controdeducendo che parte appellante ha, a suo tempo, proposto tanti ricorsi quante sono le concessioni delle quali era titolare e che, delle 16 sentenze definitive, tutte di rigetto, soltanto quella in esame è stata impugnata in appello; tanto varrebbe a definire i limiti del presente giudizio, in cui sarebbero state portate, indebitamente, questioni inammissibili, perché nuove, rispetto al primo grado del giudizio (in cui, secondo quanto opposto, non sarebbe stato impugnato l'art. 13 della convenzione-tipo di recente adozione) e, in ogni caso, relative alle altre concessioni sulle quali si sarebbe formato il giudicato.

4. Successivamente la causa è stata chiamata alla pubblica udienza del 25 settembre 2008 e trattenuta in decisione.

## DIRITTO

1. Come precisato in narrativa, la controversia si incentra, nel presente grado del giudizio, sulla legittimità della clausola contenuta nell'art. 13 della convenzione-tipo, predisposta dalla Amministrazione Autonoma dei Monopoli di Stato con decreto dirigenziale 30 giugno 2006, che ha imposto ai concessionari del servizio di raccolta di giochi e scommesse di prestare garanzia, per la generalità degli effetti connessi al rapporto concessorio (come indicati nei commi 2 e 4 dello stesso articolo), oltre che mediante cauzione, in numerario o in altri titoli di Stato, attraverso fideiussione rilasciata da banche o istituti di credito, con ciò escludendo che eguale effetto di garanzia potesse essere riconosciuto alla polizza depositata dalla parte, rilasciata da intermediario iscritto nello speciale elenco previsto dall'art. 107 del t.u. bancario.

Subordinatamente, è anche posto il problema se la nuova convenzione-tipo, emessa dopo la scadenza del termine finale della concessione (nelle more della rinnovazione tempestivamente richiesta) potesse trovare applicazione al rapporto di cui si tratta, la cui continuazione, in regime di rinnovazione, era stata espressamente garantita, sulla base del mero controllo della regolarità gestionale, nel caso favorevolmente accertata.

2. Si prende atto delle precisazioni dell'Amministrazione statale, circa i limiti del giudicato che scaturirà dal presente giudizio, per essere già coperte da giudicato le questioni afferenti a rapporti concessori oggetto di separati giudizi. Tale precisazione non richiede approfondimenti ulteriori, in questa sede.

Deve, invece, essere disattesa l'eccezione relativa alla mancata impugnazione, con il ricorso introduttivo del primo grado, dell'art. 13 della convenzione-tipo, trattandosi di eccezione, già dedotta in primo grado ed espressamente disattesa con la sentenza in esame, senza che l'Amministrazione abbia nuovamente sollevato la questione con appello incidentale.

Analogamente, deve essere disattesa l'eccezione che contesta la proposizione di motivi nuovi di impugnazione in appello: si tratta, invero, di argomenti che sorreggono le censure mosse, direttamente ed immediatamente, al procedimento logico-giuridico attraverso cui il giudice è pervenuto alla decisione di rigetto, pienamente conformi al meccanismo impugnatorio che devolve al secondo grado, nel giudizio davanti al giudice amministrativo, con l'esame dei motivi del ricorso di primo grado, anche, in via principale, il controllo della erroneità o meno della interpretazione ed applicazione di norme e principi che vincolano l'Amministrazione, cosicché è onere dell'appellante specificare le ragioni di impugnazione della sentenza, prima ancora di riproporre in motivi di impugnazione, ragioni che, nei limiti segnati dalla motivazione che sorregge la decisione, ben possono tollerare argomenti non adottati in primo grado, senza che per questo risulti ampliato l'oggetto del contendere.

3.1 Chiarito quanto sopra, non si ritiene, invece, che la sentenza appellata sia inficiata dai vizi dedotti.

3.2. Il primo motivo deve essere risolto conformemente alla decisione di primo grado che ha ritenuto legittimo l'art. 13 della convenzione.

Il giudice di primo grado ha tratto conforto al proprio convincimento dalla sentenza del Tribunale Amministrativo Regione del Lazio (n. 137/2007 dell'11 gennaio 2007), che ha fissato principi cardine, circa il potere dell'Amministrazione dei monopoli di Stato, di individuare le forme di garanzia maggiormente consone agli obiettivi di salvaguardia dell'interesse pubblico specifico, con riferimento alle obbligazioni nascenti dal rapporto *de quo*, desumendo la possibilità di operare discrezionalmente la scelta delle forme garantistiche maggiormente appropriate dall'art. 1 della L. n. 249 del 1982.

Ha anche, d'altra parte, tenuto in debita considerazione l'orientamento espresso, sebbene in sede di sommaria cognizione, da questo stesso Consiglio con le ordinanze n. 242/2007 e 243/2007, del 30 marzo 2007, rese sul ricorso in appello avverso le ordinanze TAR Palermo n. 70 e 71 del 16 gennaio 2007, nel medesimo giudizio.

La causa viene, ora, in decisione dopo che, la citata sentenza del TAR Lazio, è passata al vaglio del giudice di appello che si è pronunciato (Cons.di Stato, sez. IV, dec. n. 1247/2008 del 27 marzo 2008) confermando interamente, per i profili che interessano, gli orientamenti espressi dal giudice di primo grado (e ciò dopo che, invece in sede cautelare la stessa sezione del Consiglio di Stato si era differentemente orientata, con le ordinanze invocate dalla parte appellante a sostegno della propria tesi).

Invero, il Consiglio di Stato, con la decisione di merito sopra citata, ha avuto modo di riconsiderare criticamente l'orientamento espresso, reso dalla sezione III consultiva nella adunanza del 15 maggio 2007 (parere n. 1299/2007), sullo schema di convenzione generale relativa al rapporto tra concedente e concessionario delle attività e funzioni connesse alla raccolta di giochi pubblici, con riferimento al quale era stato osservato che la previsione della prestazione della fideiussione solo da parte di banche e istituti di credito non era in linea con la maggiore esten-

sione di soggetti abilitati a prestare garanzia, contemplata dal D.Lgs. 163/2006.

Il mutato orientamento deriva da un differente e maggiormente approfondito approccio esegetico, che tiene conto della funzione assolta, nello specifico, dalla garanzia richiesta; del differente ambito di operatività delle fonti normative e degli obiettivi perseguiti; della natura e dell'oggetto delle concessioni in materia di giochi e scommesse (servizi pubblici); della possibilità, per la pubblica amministrazione statale di optare per l'una, piuttosto che per l'altra delle forme di garanzia apprestabili, in ragione della natura delle obbligazioni garantite, nonché, infine della rilevanza che assume, nello stabilire la preferenza per l'una, piuttosto che per l'altra forma di garanzia, la figura del soggetto garante, assunta con riguardo alla sua organizzazione economico-giuridica, idonea a contrassegnare differenze intrinseche (nella specie relative alla natura e funzione della provvista dalla quale si attingono gli strumenti di garanzia del credito) che escludono, in radice, una assoluta equiparazione, se non nel caso in cui essa sia predeterminata, per legge o altra fonte subgradata o, comunque, in base ad autolimitazione della stessa amministrazione.

Sulla base delle medesime considerazioni, questo Consiglio non ha ragione di discostarsi dall'orientamento già espresso, in sede cautelare, con le ordinanze citate dalla sentenza appellata.

Deve infatti essere rilevato che:

a) la disposizione contenuta nell'art. 75, comma 3, del vigente codice degli appalti (secondo cui *“la fideiussione, a scelta dell'offerente, può essere bancaria o assicurativa o rilasciata dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, che svolgono in via esclusiva o prevalente attività di rilascio di garanzie, a ciò autorizzati dal Ministero dell'economia e delle finanze”* non rientra fra quelle che, a norma dell'art. 30 dello stesso codice, deve necessariamente trovare applicazione alle procedure relative ai pubblici servizi; la materia delle garanzie piuttosto, in base alla formulazione dell'articolo da ultimo citato, deve essere ritenuta esclusa dalla automatica applicabilità, alla materia

trattata nel presente giudizio, stante l'enunciato per cui *“Salvo quanto disposto nel presente articolo, le disposizioni del codice non si applicano alle concessioni di servizi”*;

b) il problema della legittimità della clausola impugnata va risolto, dunque - tanto che si tratti di rapporto instaurato a seguito di pubblica gara, quanto che di tratti di rinnovo di concessione (come nel caso in esame) - in base ad altra fonte normativa, ovvero, con riferimento alla facoltà della garanzia più adeguata a tutela dell'erario, offerta alla P.A. dall'art. 1 della L. 10 giugno 1982 n. 348 per la costituzione di garanzie per le obbligazioni verso lo Stato e gli altri Enti pubblici e, per ciò che concerne il legittimo esercizio di tale facoltà - nei limiti della sua sindacabilità - facendo ricorso ai criteri di ragionevolezza e non arbitrarietà della scelta di preferire l'una forma piuttosto che l'altra di garanzia, anche con riferimento ai soggetti abilitati a rendersi garanti;

c) nel testo unico sulle banche ed i servizi bancari, le disposizioni contenute negli artt. 106 e 107 non pongono sullo stesso piano, da un lato banche ed istituti di credito e dall'altro le società finanziarie cosicché è erroneo rinvenire in tali norme una equiparazione, là dove è tutt'al più rinvenibile una sorta di abilitazione all'esercizio di determinate attività nell'ambito finanziario che, proprio per la sua delicatezza, richiede penetranti e specifici controlli nei confronti di soggetti che non siano inseriti, di per sé nel sistema bancario e di ordinaria gestione del credito; il giudizio non cambia per la circostanza che a taluni fini ed in determinati ambiti, operazioni finanziarie poste in essere dalle differenti categorie di operatori vengano considerate equipollenti, trattandosi in ogni caso di atti riferiti a soggetti che operano nel settore del credito con connotazioni economico-giuridiche distinte, e non equiparabili;

d) infine non è né irragionevole né arbitrario che l'Amministrazione, anche in considerazione delle problematiche relative alla fase della escussione, indirizzi le proprie scelte con i criteri di maggiore economicità, in funzione di una maggiore

speditezza e affidabilità del garante, in sede di effettiva e concreta operatività della garanzia.

In definitiva, alla stregua della vigente normativa in tema di concessione di servizi, non è illegittimo che l'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato nel definire le forme di garanzie che i concessionari del servizio di raccolta di giochi e scommesse devono offrire con riferimento alle obbligazioni derivanti dalla concessione, ne ammetta soltanto talune, sulla base di un implicito giudizio di maggiore economicità ed affidabilità.

3.3. Neppure può essere ritenuto illegittimo che, ai fini della rinnovazione della concessione scaduta, sia stata richiesta la prestazione della garanzia nelle forme prescritte dalle convenzione-tipo nel frattempo adottata.

La necessità di revisionare le regole generali relative alle modalità e procedure relative alle concessioni del servizio di raccolta di giochi e scommesse ha la sua fonte nell'art. 1, comma 287 lett. e) della legge n. 311/2004 (legge finanziaria del 2005) che ne ha demandato l'attuazione all'Amministrazione competente.

Come rilevato nella sentenza appellata, il diritto al rinnovo della concessione non esclude che il rapporto rinnovato soggiaccia a nuova e differente disciplina.

In questo senso è del resto, espressamente, la stessa convenzione del 1999, che ha condizionato il rinnovo delle concessioni al rispetto delle vigenti prescrizioni di legge, dovendosi intendere siffatta espressione, nel senso lato di norme (legislative e non) e regole vigenti al tempo del rinnovo.

Al contrario, da nessuna parte è stato garantito ai concessionari la sopravvivenza di regole abrogate per effetto di nuove regole sopravvenute, all'atto della rinnovazione del rapporto.

Nel caso in esame, il decreto dirigenziale 23 giugno 2005, emesso in attuazione della citata legge finanziaria, ha tenuto distinti (anche cronologicamente) l'accertamento dei presupposti (e dei requisiti) per essere ammessi al rinnovo della concessione, e la stipula della convenzione rinnovata, ed ha, al riguardo, disposto implicitamente che la stessa avvenisse dopo che fossero



state messe a punto le nuove disposizioni che avrebbero dovuto disciplinare la nascita e la vita del rapporto rinnovato.

In questo senso deve essere interpretata la prescrizione secondo cui, intervenuto l'accertamento positivo, l'Amministrazione avrebbe dovuto indicare la documentazione necessaria per la stipulazione e l'interessato sarebbe stato tenuto a produrla "a pena di inammissibilità alla stipula".

Tanto è poi confermato dalla nota 22 dicembre 2005, successiva al decreto da ultimo citato, con cui l'Amministrazione ha prorogato provvisoriamente le concessioni di titolarità dell'interessata, in attesa del completamento dell'iter amministrativo finalizzato al rinnovo della convenzione che accede ai relativi rapporti, già passati al riscontro favorevole dei presupposti.

Può dunque concludersi nel senso che il diritto dell'appellante al rinnovo non è stato posto in discussione (atteso l'esito positivo degli accertamenti) ma che l'interessata ne è decaduta per non avere depositato la documentazione prescritta..

La vigenza dell'art. 13 della nuova convenzione-tipo, in corso di proroga della vecchia concessione evidenzia anche che nel caso in esame neppure può configurarsi la violazione del principio (invocato dall'appellante) della inapplicabilità retroattiva delle nuove regole alla concessione rinnovata, posto che al tempo in cui l'interessata è stata chiamata alla stipula della nuova convenzione, previo deposito della prescritta documentazione, la nuova convenzione-tipo era già adottata e vigente, con abrogazione della precedente, ormai non più applicabile.

La data alla quale occorre fare riferimento non è infatti quella coincidente con la scadenza del termine finale della primitiva concessione, dal momento che, per effetto della proroga temporanea cui è stata prestata acquiescenza, si era verificata una prosecuzione del precedente rapporto, senza alcuna soluzione di continuità.

In conclusione, compiutisi con esito positivo gli accertamenti costituenti il presupposto stesso della ammissione al rinnovo, e prorogata la concessione, in vista delle nuove regole, legittimamente, sulla base della nuova convenzione-tipo, nel frattem-

po adottata, è stato chiesto all'interessato di depositare la documentazione relativa alla dovuta garanzia nelle forme prescritte dalla suddetta convenzione-tipo, non essendovi altre norme regolamentari in vigore delle quali fare applicazione.

4. L'appello, in considerazione di quanto precede, deve essere respinto.

Le spese del giudizio, che si liquidano in dispositivo, devono essere poste a carico dell'appellante ed in favore dell'Amministrazione resistente.

P. Q. M.

Il Consiglio di Giustizia Amministrativa per la Regione Siciliana, in sede giurisdizionale, definitivamente pronunciando, respinge l'appello in epigrafe. Condanna l'appellante, in favore dell'Azienda Autonoma dei Monopoli di Stato, al pagamento delle spese del giudizio, che si liquidano in € 8.000,00 (ottomila//00) oltre oneri contributivi e fiscali se dovuti. Ordina che la presente decisione sia eseguita dall'Autorità amministrativa.

Così deciso in Palermo, il 25 settembre 2008, dal Consiglio di Giustizia Amministrativa per la Regione Siciliana in sede giurisdizionale, in camera di consiglio, con l'intervento dei signori: Riccardo Virgilio, Presidente, Chiarenza Millemaggi Cogliani, estensore, Paolo D'Angelo, Antonino Corsaro, Pietro Ciani, componenti.

*RILASCIO DI GARANZIE IN SEDE DI GARA PUBBLICA E POTERE  
DISCREZIONALE DELLA P.A. DI INDIVIDUAZIONE DELLA  
TIPOLOGIA DI GARANTE*

1. La sentenza in epigrafe offre l'occasione per riflettere su un recente orientamento della giurisprudenza amministrativa in tema di potere discrezionale dell'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato (di seguito, A.M.M.S.) relativamente all'individuazione del tipo di intermediario bancario o finanziario idoneo a rilasciare la garanzia richiesta per la partecipazione alla gara per la concessione del servizio di raccolta di giochi e scommesse. La

problematica della *species* di intermediari finanziari che, nell'ambito del più ampio *genus* della categoria<sup>30</sup> e oltre alle banche, si devono ritenere abilitati al rilascio di garanzie finanziarie costituisce un *topos* ricorrente della materia.<sup>31</sup>

Nei fatti di causa si controverteva, per quanto qui specificamente interessa, sulla legittimità della clausola contenuta nell'art. 13 della convenzione-tipo, predisposta dall'A.A.M.S. con decreto dirigenziale 30 giugno 2006, che ha imposto ai concessionari del servizio di raccolta di giochi e scommesse di prestare garanzia, per la generalità degli effetti connessi al rapporto concessorio, oltre che mediante cauzione in numerario o in altri titoli di Stato, anche mediante fideiussione rilasciata da banche o

---

<sup>30</sup> Sulla categoria degli intermediari finanziari non bancari v., *ex multis*, CAPRIGLIONE, *Evoluzione tecnica e disciplina giuridica dell'intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1986, 24 ss.; VELLA, *Imprese bancarie, servizi finanziari e intermediari non bancari*, in *Giur. comm.*, 1986, 6, II, 802 ss.; COSTI, *Intermediari finanziari non bancari e mercato mobiliare*, in *Pol. dir.*, 1988, 3, 505 ss.; NIGRO, *Intermediari finanziari: problemi e prospettive di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, 489 ss.; MERUSI, *Interessi e fini nei controlli sugli intermediari finanziari*, *ibidem*, 1989, 177 ss.; COTTERLI, *Gli intermediari finanziari nel testo unico del credito*, in *Banca impresa società*, 1994, 90 ss.; RISPOLI FARINA (a cura di), *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, Napoli, 1998; BOSI, *Estensione soggettiva degli usi di anatocismo e loro applicabilità agli intermediari finanziari non bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, 4, II, 507 ss.; BELVISO, *Gli intermediari finanziari (tra storia e nomenclatura)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 166 ss.; MEZZACAPO, *Intermediari finanziari non bancari e obblighi di trasparenza contrattuale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, II, 510 ss.; VOLPE, *Soggetti operanti nel settore finanziario ed atti ministeriali di regolamentazione*, in CERA (a cura di), *La regolazione dei soggetti finanziari nell'attività normativa delle autorità*, Milano, 2002, 201 ss.; CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli*, Bari, 2003; PELLEGRINI, *Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari. Aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, 1, I, 57 ss.; RAZZANTE, *Qualche spunto (critico) ricostruttivo della disciplina degli intermediari finanziari non bancari*, in *Dir. ec. assic.*, 2006, 1, 61 ss.

<sup>31</sup> In dottrina v., *ex multis*, CORRIAS, *In tema di rilascio di garanzie finanziarie in favore dello Stato o di altri enti pubblici da parte degli intermediari finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 353 ss.; DI POPOLO, *La vigilanza regolamentare sugli intermediari finanziari che rilasciano garanzie finanziarie*, in *Mondo bancario*, 2002, 55 ss.; CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli*, cit., 250 ss.; RACUGNO, *Il rilascio di garanzie fideiussorie da parte degli intermediari finanziari non bancari*, in *Giur. comm.*, 2004, 6, 1178 ss.

istituti di credito, escludendo pertanto che la garanzia potesse essere rappresentata dalla polizza depositata dalla parte, rilasciata da un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del testo unico bancario di cui al d.lgs. n. 385 del 1993 (di seguito, t.u.b.).

Dopo che il giudice di prime cure si è pronunciato in senso favorevole alla legittimità di tale clausola, il ricorrente, titolare di concessioni che non erano state rinnovate proprio perché aveva presentato una garanzia rilasciata da un intermediario iscritto nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b., propone appello al Consiglio di giustizia amministrativa per la Regione siciliana, che conferma la legittimità della clausola sulla base di un recente orientamento del giudice amministrativo (T.A.R. Lazio, 11 gennaio 2007, n. 137, confermata da Cons. Stato, Sez. IV, 27 marzo 2008, n. 1247) che si è espresso in tal senso.

In particolare, il Consiglio di Stato, nella sentenza n. 1247/2008, ha mostrato di tenere conto, in particolare, della possibilità per la pubblica amministrazione di optare per l'una, piuttosto che per l'altra delle forme di garanzia apprestabili<sup>32</sup>, in ra-

---

<sup>32</sup> In dottrina, sulle garanzie richieste a corredo delle offerte presentate in sede di appalto pubblico v., *ex multis*, DACCÒ, *Garanzie "astratte". Appalti internazionali ed exceptio doli generalis*, in *Giur. it.*, 1996, 1, I, 59 ss.; BECCARI, *Il sistema delle garanzie negli appalti di lavori pubblici*, in *Nuova rassegna di legislazione, dottrina e giurisprudenza*, 1997, 13-14, 1396 ss.; CHINDEMI, *Fallimento dell'appaltatore: garanzie assicurative ed effetti del fallimento sulla polizza fideiussoria a garanzia di appalti pubblici*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 1999, 2, II, 143 ss.; PETTINELLI, *In tema di garanzie per partecipazione agli appalti di lavori pubblici. Natura delle garanzie richieste dalla legge 109/94*, in *Contratti dello Stato e degli enti pubblici*, 2000, 4, 567 ss.; VESPIGNANI, *Le fidejussioni rilasciate dagli intermediari finanziari: nuove forme di garanzie negli appalti di lavori pubblici?*, *ibidem*, 2000, 2, 243 ss.; PATRONI GRIFFI, *Appalti interni ed internazionali di costruzioni: la disciplina delle garanzie*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2001, 2, 411 ss.; DUGATO, *Garanzie di esecuzione, vizi e cauzioni negli appalti di lavori pubblici*, in *Riv. trim. appalti*, 2002, 4, 640 ss.; BULLO, *Il regime delle garanzie negli appalti di lavori pubblici. Profili normativi ed applicativi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, 2, 289 ss.; URSINI, *Cauzioni, depositi e garanzie fidejussorie negli appalti pubblici*, in *Appalti urbanistica edilizia*, 2004, 3, 163 ss.; VALLETTI, *Appalti pubblici. Le garanzie prestate dalle riunioni di imprese anche alla luce del nuovo codice dei contratti*, in *Il Nuovo diritto*, 2006, 9-10, 1047 ss.; ABRATE, *Le garanzie negli appalti*

gione sia della natura delle obbligazioni garantite sia, soprattutto, della rilevanza che assume, nello stabilire la preferenza per l'una, piuttosto che per l'altra forma di garanzia, la figura del soggetto garante, la cui organizzazione economico-giuridica sarebbe idonea a contrassegnare differenze intrinseche, relative alla natura e funzione della provvista dalla quale si attingono gli strumenti di garanzia del credito, tali da escludere, in radice, una assoluta equiparazione, a meno che tale equiparazione sia determinata in base ad autolimitazione della stessa amministrazione ovvero pre-determinata per legge o altra fonte di diritto.

Seguendo tali considerazioni, il Consiglio di giustizia amministrativa per la Regione siciliana ha innanzitutto rilevato che la disposizione contenuta nell'art. 75, comma 3, del Codice dei contratti pubblici di cui al d.lgs. n. 163 del 2006<sup>33</sup>, secondo cui la fideiussione, a scelta dell'offerente, può essere bancaria o assicurativa o rilasciata dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b., che svolgono in via esclusiva o prevalente attività di rilascio di garanzie, a ciò autorizzati dal Ministero dell'economia e delle finanze, non rientrerebbe fra quelle che, a norma dell'art. 30 dello stesso codice, deve necessariamente trovare applicazione alle procedure relative ai pubblici servizi, in quanto, secondo il giudice, la materia delle garanzie deve essere ritenuta esclusa dalla automatica applicabilità alla materia trattata nel presente giudizio, stante l'enunciato del citato art. 30 per cui "*Salvo quanto disposto nel presente articolo, le disposizioni del codice non si applicano alle concessioni di servizi*".

Il giudice risolve quindi il problema della legittimità della clausola impugnata facendo riferimento alla facoltà per la pubblica amministrazione di richiedere la garanzia più adeguata a tu-

---

*pubblici: problemi applicativi del beneficio della dimidiazione ai servizi ed alle forniture. La recente posizione dell'Autorità di vigilanza, in Appalti e Contratti, 2008, 5, 44 ss.*

<sup>33</sup> Sull'art. 75 del Codice v. MONZANI, *Art. 75, in Codice dei contratti pubblici. Commento al d.lgs. 12 aprile 2006, n. 163*, a cura di V. Italia, Milano, 2007, 780 ss.; MARCHIANÒ, *Artt. 70-76, in CARULLO - IUDICA, Commentario breve alla legislazione sugli appalti pubblici e privati*, Padova, 2009, 579 ss.

tela dell'erario, prevista in generale dall'art. 1 della legge 10 giugno 1982 n. 348 per la costituzione di garanzie per le obbligazioni verso lo Stato e gli altri enti pubblici.

Ciò premesso, si osserva testualmente che nel t.u.b. "le disposizioni contenute negli artt. 106 e 107 non pongono sullo stesso piano, da un lato banche ed istituti di credito e dall'altro le società finanziarie cosicché è erroneo rinvenire in tali norme una equiparazione, là dove è tutt'al più rinvenibile una sorta di abilitazione all'esercizio di determinate attività nell'ambito finanziario che, proprio per la sua delicatezza, richiede penetranti e specifici controlli nei confronti di soggetti che non siano inseriti, di per sé nel sistema bancario e di ordinaria gestione del credito; il giudizio non cambia per la circostanza che a taluni fini ed in determinati ambiti, operazioni finanziarie poste in essere dalle differenti categorie di operatori vengano considerate equipollenti, trattandosi in ogni caso di atti riferiti a soggetti che operano nel settore del credito con connotazioni economico-giuridiche distinte, e non equiparabili".

Non appare pertanto al giudice irragionevole né arbitrario che l'A.A.M.S. indirizzi le proprie scelte con i criteri di maggiore economicità, in funzione di una maggiore speditezza e affidabilità del garante, in sede di effettiva e concreta operatività della garanzia, tenuto anche conto delle problematiche relative alla fase della escussione della garanzia, di guisa che non risulta illegittimo che l'A.A.M.S., alla stregua della vigente normativa in tema di concessione di servizi, nel definire le forme di garanzie che i concessionari del servizio di raccolta di giochi e scommesse devono offrire con riferimento alle obbligazioni derivanti dalla concessione, sulla base di un implicito giudizio di maggiore economicità ed affidabilità ne ammetta soltanto talune, con esclusione delle rimanenti pure previste dall'ordinamento.

2. Il recente orientamento del giudice amministrativo sopra richiamato, che è stato sussunto quale fondamento anche della sentenza della Corte siciliana qui in commento, appare basato

sull'errato assunto per cui non sussista alcuna differenza tra gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b. e quelli iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b., venendo complessivamente accomunate le due categorie di intermediari in contrapposizione alla categoria delle banche e degli istituti di credito.

Non è inutile, quindi, ricordare che fin da quando, a seguito dell'emanazione del decreto del Ministro del tesoro del 2 aprile 1999, gli intermediari finanziari che hanno per oggetto esclusivo o svolgono in via prevalente l'attività di rilascio di garanzie sono stati sottoposti a specifici requisiti patrimoniali che ne determinano l'iscrizione nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b.<sup>34</sup>, tale tipo di intermediari risultano assoggettati a un regime di vigilanza pubblica che presenta "caratteristiche di intensità paragonabili a quelle previste per le banche"<sup>35</sup>, tenendo conto che la finalità della norma originaria contenuta nella legge antiriciclaggio n. 197 del 1991 da cui derivano i controlli delineati nell'art. 107 del t.u.b.<sup>36</sup> era proprio quella di assicurare la stabilità degli operatori.<sup>37</sup>

Il regime di vigilanza disegnato dall'art. 107 del t.u.b. nei confronti degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale prevede infatti, similmente a quanto previsto per il controllo delle banche, l'esercizio da parte della Banca d'Italia di una vigilanza regolamentare avente ad oggetto in modo particolare l'adeguatezza patrimoniale e il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni (comma 2); l'esercizio di una vigilanza in-

---

<sup>34</sup> V. sul punto CLEMENTE, *Art. 106*, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2001, II, 848; CRISCUOLO, *Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli*, cit., 250.

<sup>35</sup> PERASSI, *Art. 107*, in CAPRIGLIONE, *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., II, 855.

<sup>36</sup> Cfr. ANTONUCCI, *Gli intermediari finanziari dalla legge antiriciclaggio al Testo Unico*, in RISPOLI FARINA (a cura di), *Studi sugli intermediari finanziari non bancari*, cit., 16 ss.

<sup>37</sup> Cfr. PERASSI, *Commento al d.l. n. 143/1991, convertito dalla l. n. 197/1991*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1993, 1062; COSTI, *Servizi di pagamento: il controllo sugli enti produttori*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1993, I, 136 ss.

formativa (comma 3); l'esercizio di una vigilanza ispettiva (comma 4)<sup>38</sup>, potendo la Banca d'Italia imporre agli intermediari il divieto di intraprendere nuove operazioni per violazione di norme di legge o di disposizioni di attuazione emanate ai sensi del t.u.b. (comma 4-*bis*).

Sotto il profilo, che in questa sede interessa, della stabilità patrimoniale, sono state dettate fin da tempo dalla Banca d'Italia apposite disposizioni in materia di vigilanza prudenziale<sup>39</sup>, indicando criteri generali sull'adeguatezza patrimoniale degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale nonché altre misure per il controllo dei rischi assunti nell'esercizio dell'attività.

Risulta quindi evidente la profonda differenza di capacità patrimoniale e operativa tra le categorie di intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale di cui al 106 del t.u.b. e quelli iscritti nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del t.u.b., che proprio per questo motivo e per i maggiori rischi anche sistemici che ciò comporta sono stati assoggettati dal legislatore non solo ai generici poteri di controllo dell'ex Ufficio Italiano dei Cambi, bensì alla più incisiva e complessiva vigilanza prudenziale della Banca d'Italia.<sup>40</sup>

Per tali ragioni non si potrebbe concordare con quell'indirizzo giurisprudenziale che riteneva legittimate al rilascio di garanzie, prima della modifica recata dal citato decreto del Ministro del tesoro del 2 aprile 1999, anche gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b.<sup>41</sup>, considerata la loro minore patrimonializzazione e la con-

---

<sup>38</sup> CLEMENTE, *Art. 106*, cit., 857-858.

<sup>39</sup> V. ad esempio, in origine, il Provvedimento del Governatore del 30 settembre 1997, in attuazione della delibera del Comitato per il credito e il risparmio del 29 marzo 1994 (in G.U. 20 aprile 1994, n. 91).

<sup>40</sup> RACUGNO, *Il rilascio di garanzie fideiussorie da parte degli intermediari finanziari non bancari*, cit., 1179; PELLEGRINI, *Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari. Aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali*, cit., 68.

<sup>41</sup> V. così Trib. Napoli, 11 marzo 1999, in *Le Società*, 1999, 1093, che, a seguito di un rifiuto della Sezione regionale dell'albo delle imprese di gestione dei rifiuti di accettare la garanzia rilasciata da una società finanziaria iscritta nell'elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b., sostenendo che abilitate al rilascio di garanzie finanziarie a norma della



seguito loro meno sicura solvibilità, anche in sede di escussione della garanzia rilasciata<sup>42</sup>, che ne confermava la persistente asimmetria con gli intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b.<sup>43</sup>

Tuttavia, una volta esclusi gli intermediari iscritti nell'elenco generale dalla possibilità di rilasciare garanzie, non appare condivisibile che il potere discrezionale della pubblica amministrazione in sede di bando di gara escluda dal novero dei soggetti che possono rilasciare la garanzia richiesta proprio gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale, che sono precipuamente a ciò autorizzati sulla scorta della predisposizione da parte dell'autorità di vigilanza di appositi e adeguati requisiti patrimoniali.

Così facendo, fra l'altro, si rischia di elidere in radice la concorrenza che il legislatore ha voluto che si instaurasse tra banche e intermediari finanziari non bancari in ordine all'esercizio dell'attività, nella specie, di rilascio di garanzie.

Il regime di controlli previsto dall'art. 107 del t.u.b., dovendosi indirizzare e interpretare secondo la direttiva generale dell'art. 5 del t.u.b. che orienta tutta l'attività di vigilanza anche verso la finalità dell'efficienza e della competitività del sistema, deve infatti valere a porre le condizioni affinché gli intermediari finanziari possano competere, ove l'attività esercitata sia la medesima, con le banche all'interno del sistema in regime di libera concorrenza.

---

legge 10 giugno 1982, n. 348, sarebbero state solo le banche e le imprese di assicurazione, aveva statuito che anche le società finanziarie iscritte negli elenchi di cui agli artt. 106 e 107 del t.u.b. erano legittimate al rilascio (di contrario orientamento, tuttavia, con riguardo agli intermediari finanziari iscritti nel solo elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b., T.A.R. Campania, 18 febbraio 1999, n. 448, in *Trib. Amm. Reg.*, 1999, 1489 e Cons. Stato, 23 novembre 2002, n. 6441, in *Foro amm.*, 2002, 2856).

<sup>42</sup> Per un caso di pignoramento nei confronti di un intermediario finanziario iscritto nell'elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b. per infruttuosa decorrenza del termine previsto dall'art. 482 c.p.c. v. Trib. Roma, 14 settembre 1999, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, II, 507.

<sup>43</sup> RACUGNO, *Il rilascio di garanzie fideiussorie da parte degli intermediari finanziari non bancari*, cit., 1183.

A ciò infatti sembra corrispondere l'architettura più generale del sistema di vigilanza, che prevede un sistema di controlli uniforme, sia che l'intermediario faccia parte di un gruppo bancario sia che l'intermediario eserciti l'attività in modo autonomo, senza legami di gruppo, confermando così, anche sotto tale aspetto, l'irrilevanza del tipo prescelto per esercitare l'attività<sup>44</sup>.

La conservazione di condizioni di concorrenza tra banche e intermediari finanziari non bancari in ordine all'esercizio della medesima attività appare oggi ineludibile, anche con riferimento ai principi in materia posti dai Trattati europei, appartenendo infatti ad un passato ormai remoto la situazione in cui, nel settore finanziario della nostra economia, non vi erano intermediari che riuscivano a operare in condizioni di significativa concorrenza con le banche, di modo che il legislatore non sentiva l'esigenza di intervenire per disciplinare in maniera adeguata l'attività di intermediazione finanziaria non bancaria.<sup>45</sup>

L'equivalenza tra le forme di garanzia bancaria e assicurativa e quelle rilasciate dagli intermediari iscritti nell'elenco speciale risulta del resto confermata anche nell'ambito della disciplina relativa ai contratti pubblici di lavori, servizi e forniture, in quanto l'art. 75 del relativo Codice di cui al d.lgs. n. 163 del 2006<sup>46</sup>, in tema di garanzie da presentare a corredo dell'offerta,

---

<sup>44</sup> CARRETTA, *Elenco speciale*, in FERRO-LUZZI – CASTALDI, *La nuova legge bancaria*, Milano, 1996, III, 1742 ss.

<sup>45</sup> BELVISO, *Gli intermediari inanziari (tra storia e nomenclatura)*, cit., 166.

<sup>46</sup> Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE, di cui al d.lgs. n. 163 del 2006. L'art. 75 del Codice prevede inoltre che la garanzia deve prevedere espressamente la rinuncia al beneficio della preventiva escussione del debitore principale, la rinuncia all'eccezione di cui all'articolo 1957, comma 2, del codice civile, nonché l'operatività della garanzia medesima entro quindici giorni, a semplice richiesta scritta della stazione appaltante. La garanzia deve avere validità per almeno centottanta giorni dalla data di presentazione dell'offerta. Il bando o l'invito possono richiedere una garanzia con termine di validità maggiore o minore, in relazione alla durata presumibile del procedimento, e possono altresì prescrivere che l'offerta sia corredata dall'impegno del garante a rinnovare la garanzia, per la durata indicata nel bando, nel caso in cui al momento della sua scadenza non sia ancora intervenuta l'aggiudicazione, su richiesta della stazione appaltante nel corso della procedura. La garanzia copre la mancata sottoscrizione del contratto per fatto

stabilisce espressamente al terzo comma che la fideiussione, a scelta dell'offerente, può essere bancaria o assicurativa o rilasciata dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del t.u.b., che svolgono in via esclusiva o prevalente attività di rilascio di garanzie, a ciò autorizzati dal Ministero dell'economia e delle finanze.

Il fatto che il Consiglio di Giustizia Amministrativa per la Regione siciliana abbia voluto sostanzialmente disapplicare tale norma ai sensi dell'art. 30 del Codice di cui al d.lgs. n. 163 del 2006, sostenendo che la materia trattata rientra tra quelle inerenti alle concessioni di servizi per le quali non è prevista l'automatica applicabilità delle disposizioni del Codice, non può valere ad inficiare l'equivalenza che la legislazione che regola il settore bancario e finanziario riconosce esservi tra banche e intermediari finanziari non bancari iscritti nell'elenco speciale.

Si può fra l'altro qui ricordare come in un primo tempo il Consiglio di Stato, pronunciandosi in sede consultiva sullo schema di convenzione generale relativa al rapporto tra concedente e concessionario delle attività e funzioni connesse alla raccolta di giochi pubblici<sup>47</sup>, aveva avuto modo di osservare come la previsione della prestazione della fideiussione solo da parte di banche e istituti di credito non fosse in linea proprio con la maggiore estensione di soggetti abilitati a prestare garanzia, contemplata dall'art. 75 del Codice di cui al d.lgs. 163 del 2006.

---

dell'affidatario, ed è svincolata automaticamente al momento della sottoscrizione del contratto medesimo. L'importo della garanzia, e del suo eventuale rinnovo, è ridotto del cinquanta per cento per gli operatori economici ai quali venga rilasciata, da organismi accreditati, ai sensi delle norme europee della serie UNI CEI EN 45000 e della serie UNI CEI EN ISO/IEC 17000, la certificazione del sistema di qualità conforme alle norme europee della serie UNI CEI ISO 9000. Per fruire di tale beneficio, l'operatore economico deve segnalare, in sede di offerta, il possesso del requisito, e lo documenta nei modi prescritti dalle norme vigenti. La stazione appaltante, nell'atto con cui comunica l'aggiudicazione ai non aggiudicatari, provvede contestualmente, nei loro confronti, allo svincolo della garanzia, tempestivamente e comunque entro un termine non superiore a trenta giorni dall'aggiudicazione, anche quando non sia ancora scaduto il termine di validità della garanzia.

<sup>47</sup> Cons. Stato, Sez. III, parere 15 maggio 2007, n. 1299.

3. La preoccupazione della pubblica amministrazione (e, nella specie, dell'A.A.M.S.) per la solvibilità dell'intermediario finanziario che ha rilasciato la garanzia richiesta per la partecipazione alla gara di assegnazione delle concessioni, in sede di un'eventuale escussione, sottende comunque un interesse pubblico che non può essere sottovalutato.

Come è stato puntualmente rilevato<sup>48</sup>, il considerevole numero di intermediari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 del t.u.b. non consente all'autorità di vigilanza di esercitare un controllo "puntuale ed esteso" sulla permanenza dei requisiti richiesti per l'iscrizione, permettendo di svolgere solo dei riscontri di tipo cartolare e delle indagini a campione, dai quali, evidentemente, non può ricavarsi una presunzione di totale affidabilità patrimoniale e operativa di tali intermediari. Nondimeno, anche la "frammentazione" della categoria di intermediari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del t.u.b. pone seri problemi di affidabilità, operativa e patrimoniale, degli stessi.

Le autorità creditizie, preso atto di tale situazione, hanno quindi di recente emanato nuove disposizioni in materia di intermediari finanziari non bancari. Il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 17 febbraio 2009 n. 29<sup>49</sup>, entrato in vigore il 18 aprile 2009, ha infatti provveduto a riordinare la normativa in materia di intermediari finanziari di cui agli articoli 106, 107, 113 e 155 del t.u.b.<sup>50</sup>, individuando fra l'altro nuovi criteri proprio per l'iscrizione nell'elenco speciale e introducendo nuovi requisiti per l'esercizio dell'attività di rilascio di garanzie.

---

<sup>48</sup> PELLEGRINI, *Il controllo sugli intermediari finanziari non bancari. Aspetti problematici ed orientamenti giurisprudenziali*, cit., 79-80.

<sup>49</sup> Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, Serie generale, n. 78 del 3 aprile 2009.

<sup>50</sup> Fra cui rientrava, in particolare, il decreto ministeriale del 2 aprile 1999, recante la determinazione, ai sensi dell'art. 106, comma 4, lettera b), del t.u.b., dei requisiti patrimoniali relativi agli intermediari che svolgono in via esclusiva o prevalente attività di rilascio di garanzie nonché a quelli che operano quali intermediari in cambi senza assunzione di rischi in proprio (*money brokers*).

Con riguardo agli intermediari che esercitano attività di rilascio di garanzie, individuata dall'art. 3, comma 1, lettera *f*), del decreto come l'attività consistente nel rilascio di fideiussione, avallo, apertura di credito documentaria, accettazione, girata, impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma<sup>51</sup>, l'art. 1, comma 1, del decreto distingue l'«esercizio in via prevalente dell'attività di rilascio di garanzie» (lett. *m*), come situazione in cui, in base al bilancio ovvero alla situazione semestrale, l'ammontare delle garanzie in essere sia superiore al totale delle attività dello stato patrimoniale, ovvero l'ammontare dei ricavi prodotti dal rilascio di garanzie sia superiore al 50% dei ricavi complessivi dell'intermediario finanziario, dall'«esercizio in via rilevante dell'attività di rilascio di garanzie» (lett. *n*), come situazione in cui l'ammontare medio delle garanzie nel semestre sia superiore a euro 25 milioni.

L'art. 11 del decreto provvede a dettare i requisiti degli intermediari finanziari che esercitano l'attività di rilascio di garanzie, stabilendo al comma 1 che i soggetti che intendono esercitare l'attività di rilascio di garanzie nei confronti del pubblico devono essere iscritti nell'elenco generale e, oltre a rispettare le condizioni previste nell'art. 106 del t.u.b., devono soddisfare una serie di requisiti<sup>52</sup> che devono essere mantenuti in via continuativa per tutto il periodo di attività dell'intermediario finanziario. In caso di riduzione dei requisiti patrimoniali al di sotto dei limiti fissati,

---

<sup>51</sup> Sono esclusi le fideiussioni e gli altri impegni di firma previsti nell'ambito di contratti di fornitura in esclusiva e rilasciati unicamente a banche e intermediari finanziari.

<sup>52</sup> I requisiti sono i seguenti: *a*) costituzione in forma di società per azioni; *b*) capitale sociale versato non inferiore a euro 1,5 milioni (il capitale sociale deve essere investito in attività liquide o in titoli di pronta liquidabilità, entrambi depositati su un unico conto costituito presso una succursale operante in Italia di una banca nazionale, comunitaria o extracomunitaria. Per titoli di pronta liquidabilità si intendono titoli di debito negoziati su mercati regolamentati italiani autorizzati o esteri riconosciuti dalla Consob ai sensi degli articoli 63 e seguenti del testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. n. 58 del 1998. Tali titoli devono essere valutati al prezzo di mercato ovvero, se si tratta di intermediari finanziari tenuti alla redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, al valore equo); *c*) mezzi patrimoniali non inferiori a euro 2,5 milioni; *d*) oggetto sociale che preveda espressamente l'esercizio dell'attività di rilascio di garanzie nei confronti del pubblico.

l'intermediario è tenuto a reintegrarli entro 30 giorni. Gli intermediari finanziari iscritti nel solo elenco generale non possono avere per oggetto sociale esclusivo o svolgere in via prevalente o rilevante l'attività di rilascio di garanzie nei confronti del pubblico.

Gli intermediari in questione sono tenuti a trasmettere alla Banca d'Italia, per i controlli di competenza, il bilancio annuale e una situazione dei conti semestrale nei termini e con le modalità dalla stessa indicate. La situazione semestrale, sottoscritta dall'organo amministrativo e dall'organo di controllo, deve indicare l'ammontare totale delle garanzie in essere, l'ammontare totale delle attività dello stato patrimoniale, l'ammontare dei ricavi prodotti dal rilascio di garanzie, l'ammontare dei ricavi complessivi alla data di riferimento, l'ammontare massimo e l'ammontare medio delle garanzie nel periodo di riferimento. Qualora dal bilancio o dalla situazione dei conti semestrale risulti l'esercizio in via prevalente dell'attività di rilascio di garanzie l'intermediario finanziario deve ricondurre l'attività nei limiti consentiti entro sessanta giorni, dandone pronta comunicazione alla Banca d'Italia, e, nel frattempo, non può rilasciare nuove garanzie. Qualora si verifichi l'esercizio in via rilevante dell'attività di rilascio di garanzie, l'intermediario finanziario è tenuto a darne pronta comunicazione alla Banca d'Italia; deve, altresì, ricondurre l'attività nei limiti consentiti entro sessanta giorni, dandone pronta comunicazione alla Banca d'Italia e, nel frattempo, non può rilasciare nuove garanzie.<sup>53</sup>

Per quanto riguarda gli intermediari finanziari che hanno per oggetto sociale esclusivo o intendono esercitare in via prevalente o rilevante l'attività di rilascio di garanzie nei confronti del pubblico, l'art. 16 del decreto pone l'obbligo di iscriversi

---

<sup>53</sup> Il comma 7 dell'art. 11 in esame specifica che non si considerano le garanzie rilasciate a favore di banche o intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale, in relazione alla concessione di finanziamenti e le garanzie connesse o accessorie a specifiche operazioni riconducibili ad altra attività svolta dall'intermediario finanziario.

nell'elenco speciale e di soddisfare una serie di requisiti.<sup>54</sup> Qualora la Banca d'Italia neghi l'iscrizione nell'elenco speciale e lo statuto dell'intermediario preveda l'esercizio dell'attività di rilascio di garanzie in via esclusiva, gli amministratori dovranno convocare l'assemblea per modificare l'oggetto sociale ovvero per deliberare la liquidazione volontaria della società.

Ai fini dell'iscrizione nell'elenco speciale la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 17, comma 2, del decreto, deve verificare il possesso da parte dell'intermediario dei requisiti di cui agli articoli 15, comma 2 e 16, comma 1, dello stesso decreto nonché il rispetto delle disposizioni previste dal Titolo V del t.u.b.

Si ha quindi un rafforzamento della vigilanza su tale categoria di intermediari, disponendosi che l'iscrizione di questi vada negata qualora l'intermediario non rispetti le regole di adeguatezza patrimoniale stabilite dalla Banca d'Italia e non disponga di un sistema informativo-contabile, di metodi di misurazione e gestione dei rischi nonché di strutture di controllo interno adeguati rispetto al volume e alla complessità dell'attività svolta o che intende svolgere.<sup>55</sup>

---

<sup>54</sup> I requisiti sono i seguenti: *a*) essere costituiti in forma di società per azioni; *b*) capitale sociale versato non inferiore a euro 1,5 milioni (il capitale sociale deve essere investito in attività liquide o in titoli di pronta liquidabilità, entrambi depositati su un unico conto costituito presso una succursale operante in Italia di una banca nazionale, comunitaria o extracomunitaria. Per titoli di pronta liquidabilità si intendono i titoli di debito negoziati su mercati regolamentati italiani autorizzati o esteri riconosciuti dalla Consob ai sensi degli articoli 63 e seguenti del testo unico dell'intermediazione finanziaria di cui al d.lgs. n. 58 del 1998. Tali titoli devono essere valutati al prezzo di mercato ovvero, se si tratta di intermediari finanziari tenuti alla redazione del bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS, al valore equo); *c*) mezzi patrimoniali non inferiori a euro 5 milioni; *d*) oggetto sociale che preveda espressamente l'esercizio dell'attività di rilascio di garanzie nei confronti del pubblico.

<sup>55</sup> E' specificato che qualora la richiesta di iscrizione nell'elenco speciale sia motivata esclusivamente dal tipo di attività esercitata, entro due mesi dal provvedimento di diniego gli amministratori provvedono a convocare l'assemblea per modificare l'oggetto sociale ovvero per deliberare la liquidazione volontaria della società; qualora invece la richiesta di iscrizione nell'elenco speciale sia motivata dal superamento delle soglie quantitative previste dall'articolo 15, comma 2, entro il termine di sei mesi dal provvedimento di diniego l'intermediario deve riportare gli aggregati rilevanti al di sotto delle medesime so-

La nuova regolamentazione appare quindi instaurare sugli intermediari finanziari non bancari un sistema molto più incisivo di vigilanza, che si discosta in modo netto dal precedente che prevedeva, in sostanza, un mero riscontro di regolarità dei requisiti richiesti.<sup>56</sup>

L'auspicio che può formularsi in questa sede è che tale nuova regolamentazione possa contribuire ad affrontare e risolvere le diverse problematiche che agitano da sempre la materia degli intermediari finanziari non bancari, ivi compresa quella, di notevole importanza strumentale per l'intrapresa delle altre attività economiche e per il funzionamento in genere del mercato, attinente all'attività di rilascio di garanzie.

*Domenico Siclari*

Consigliere parlamentare

Dottore di ricerca in Diritto dell'economia

Università di Roma "La Sapienza"

---

glie quantitative. In caso di inosservanza di tali disposizioni, l'intermediario è cancellato, secondo le modalità di cui all'articolo 111 del t.u.b., dall'elenco generale.

<sup>56</sup> V., in tal senso, PELLEGRINI, *Da un riscontro di regolarità alla "supervisione". La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari*, in corso di pubblicazione in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.



# I

## CORTE DI GIUSTIZIA DELLE COMUNITÀ EUROPEE

26 marzo 2009, Causa C-326/07

### **Inadempimento di uno Stato – Statuti di imprese privatizzate – Criteri di esercizio di taluni poteri speciali detenuti dallo Stato**

*La Repubblica italiana, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, 2° comma, d.p.c.m. 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali [attribuiti dal possesso della c.d. golden share], di cui all'art. 2 d.l. 31 maggio 1994 n. 332, convertito, con modifiche, dalla l. 30 luglio 1994 n. 474, è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti:*

*— in forza degli art. 43 Ce e 56 Ce, nella misura in cui dette disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, 1° comma, lett. a) e b), predetto decreto legge, come modificato dalla l. 24 dicembre 2003 n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), e*

*— in forza dell'art. 43 Ce, nella misura in cui dette disposizioni si applicano al potere speciale previsto dal citato art. 2, 1° comma, lett. c).*

(Artt. 43 e 56 Trattato CE; decreto legge n. 332 del 1994)

Nella causa C-326/07, avente ad oggetto il ricorso per inadempimento, ai sensi dell'art. 226 CE, proposto il 13 luglio 2007, Commissione delle Comunità europee, [...], ricorrente,

contro

Repubblica italiana, [...], convenuta,

LA CORTE (Terza Sezione),

composta dal sig. A. Rosas, presidente di sezione, dai sigg. J.N. Cunha Rodrigues, J. Klučka, dalla sig.ra P. Lindh (relatore) e dal sig. A. Arabadjiev, giudici, avvocato generale: sig. D. Ruiz-Jarabo Colomer, cancelliere: sig.ra C. Strömholm, amministratore

vista la fase scritta del procedimento e in seguito all'udienza del 2 ottobre 2008, sentite le conclusioni dell'avvocato generale, presentate all'udienza del 6 novembre 2008, ha pronunciato la seguente Sentenza

1 Con il suo ricorso, la Commissione delle Comunità europee chiede alla Corte di dichiarare che, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474 (GURI n. 139 del 16 giugno 2004, pag. 26; in prosieguo: il «decreto del 2004»), la Repubblica italiana è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti in forza degli artt. 43 CE e 56 CE.

Contesto normativo

*Il decreto legge n. 332/1994*

2 Il decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, recante norme per

l'accelerazione delle procedure di dismissione di partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici in società per azioni (GURI n. 126 del 1° giugno 1994, pag. 38), è stato convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474 (GURI n. 177, del 30 luglio 1994, pag. 5). Tale decreto legge è stato in seguito modificato dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004) (Supplemento ordinario alla GURI n. 196 del 27 dicembre 2003; in prosieguo: la «legge finanziaria n. 350/2003»). Detto decreto legge, come convertito e modificato (in prosieguo: il «decreto legge n. 332/1994»), prevede che lo Stato detiene poteri speciali in talune società (in prosieguo: i «poteri speciali»).

3 Ai sensi dell'art. 2, comma 1, del decreto legge n. 332/1994: «Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di uno o più dei seguenti poteri speciali da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive (...)».

4 Tali poteri speciali, elencati al suddetto art. 2, comma 1, lett. a)-d), sono i seguenti:

- a) opposizione all'assunzione da parte di investitori di partecipazioni rilevanti che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con decreto. L'opposizione deve essere espressa entro dieci giorni dalla data della comunicazione che deve essere effettuata dagli amministratori della società interessata al momento della richiesta di iscrizione nel libro soci, mentre il cessionario dispone di sessanta giorni per impugnare la decisione delle autorità dinanzi al tribunale competente;
- b) opposizione alla conclusione di patti o accordi tra azionisti che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con decreto. I termini di dieci e sessanta giorni di cui al punto a) sono applicabili rispettivamente all'opposizione delle autorità e al ricorso degli azionisti aderenti ai patti o accordi di cui trattasi;
- c) veto all'adozione delle delibere di scioglimento delle società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri speciali. È previsto un termine di sessanta giorni per impugnare una decisione di veto;
- d) nomina di un amministratore senza diritto di voto.

5 Dal ricorso emerge che una clausola relativa all'esercizio dei poteri speciali è stata inserita, in particolare, negli statuti delle società di diritto italiano ENI, Telecom Italia, Enel e Finmeccanica, operanti rispettivamente nei settori della petrolchimica e dell'energia, delle telecomunicazioni, dell'elettricità nonché della difesa.

6 L'art. 4, comma 230, della legge finanziaria n. 350/2003 dispo-

ne che con apposito decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta dei Ministri dell'Economia e delle Finanze nonché delle Attività produttive, da adottare entro novanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge medesima, vengano individuati i criteri di esercizio dei poteri speciali, limitando il loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio agli interessi vitali dello Stato.

*Il decreto del 2004*

7 A norma dell'art. 1, commi 1 e 2, del decreto del 2004:

«1. I poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n. [332/1994] sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione.

2. I poteri speciali di cui alle lettere a), b) e c) dell'art. 2, comma 1, del decreto legge n. [332/1994], ferme restando le finalità indicate allo stesso comma 1, sono esercitati in relazione al verificarsi delle seguenti circostanze:

a) grave ed effettivo pericolo di una carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto;

b) grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgi-

mento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico;

- c) grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei pubblici servizi essenziali;
- d) grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica;
- e) emergenze sanitarie».

#### Procedimento precontenzioso

8 Il 6 febbraio 2003, mediante l'invio di una lettera di diffida alla Repubblica italiana, la Commissione ha avviato un procedimento diretto all'accertamento di un inadempimento per violazione degli artt. 43 CE e 56 CE in relazione alle condizioni di esercizio dei poteri speciali. Detto Stato membro ha in seguito modificato la sua normativa adottando la legge finanziaria n. 350/2003 nonché il decreto del 2004. Ritenendo tuttavia insufficienti le modifiche in tal modo introdotte, il 22 dicembre 2004 la Commissione gli ha inviato una lettera di diffida complementare.

9 Il 18 ottobre 2005, dopo aver ricevuto la risposta del governo italiano del 20 maggio 2005, la Commissione, ritenendo di non poter condividere gli argomenti contenuti in detta risposta, ha inviato alla Repubblica italiana un parere motivato afferente soltanto ai criteri fissati dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, invitandola a conformarsi a tale parere nel termine di due mesi decorrenti dalla sua ricezione. In risposta, lo Stato membro ha trasmesso una nota con cui, in sostanza, contesta l'analisi della Commissione.

10 Ritenendo tale situazione ancora insoddisfacente, la Commis-

sione ha proposto il presente ricorso.

Sul ricorso

*Argomenti delle parti*

11 Secondo la Commissione, la violazione degli artt. 43 CE e 56 CE da parte della Repubblica italiana consiste nel fatto che il decreto del 2004 non specifica sufficientemente i criteri di esercizio dei poteri speciali. Ad avviso dell'istituzione in parola, tali criteri non consentono agli investitori di conoscere le situazioni in cui detti poteri verranno utilizzati.

12 Pertanto, la Commissione sostiene che le situazioni concrete che possono essere sussunte nella nozione di «grave ed effettivo pericolo», di cui all'art. 1, comma 2, lett. a)–d), del decreto del 2004, sono potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili. Secondo la Commissione, tale mancanza di precisione nella determinazione delle circostanze specifiche ed oggettive che giustificano il ricorso da parte dello Stato ai poteri speciali conferisce a detti poteri un carattere discrezionale, in considerazione del potere discrezionale di cui disporrebbero le autorità italiane. In linea generale, ciò produrrebbe l'effetto di scoraggiare gli investitori, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi.

13 La Commissione osserva che, dal momento che l'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 concerne l'esercizio dei poteri speciali previsti dal decreto legge n. 332/1994, la valutazione della proporzionalità di tale decreto investe anche l'esame della legittimità di tali poteri in situazioni determinate.

14 La Commissione riconosce che la libertà di stabilimento e la li-

bera circolazione dei capitali possono essere limitate da provvedimenti nazionali giustificati in base agli artt. 46 CE e 58 CE o da ragioni imperative di interesse generale, ma solo purché non esista una normativa comunitaria di armonizzazione che indichi i provvedimenti necessari per garantire la tutela degli interessi fondamentali dello Stato.

15 Relativamente ai settori regolamentati, come quello dell'energia, del gas naturale e delle telecomunicazioni, la Commissione considera che l'obiettivo della salvaguardia degli interessi fondamentali dello Stato può essere conseguito mediante l'adozione di misure meno restrittive, come quelle previste dal legislatore comunitario. La Commissione cita segnatamente le direttive del Parlamento europeo e del Consiglio 26 giugno 2003, 2003/54/CE, relativa a norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica e che abroga la direttiva 96/92/CE (GU L 176, pag. 37), del Parlamento europeo e del Consiglio 26 giugno 2003, 2003/55/CE, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale e che abroga la direttiva 98/30/CE (GU L 176, pag. 57), nonché la direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 7 marzo 2002, 2002/21/CE, che istituisce un quadro normativo comune per le reti ed i servizi di comunicazione elettronica (direttiva «quadro») (GU L 108, pag. 33). La Commissione sottolinea che tali direttive prevedono l'attuazione di provvedimenti destinati a tutelare l'approvvigionamento nazionale minimo nei settori considerati. Tale istituzione fa valere che la Repubblica italiana non indica le ragioni per le quali la salvaguardia dell'approvvigionamento nazionale minimo nei settori dell'economia così regolamentati non potrebbe essere assicurata in base alle direttive citate.

16 Per quanto riguarda i settori non regolamentati, la Commissione



sostiene che la Repubblica italiana non ha addotto alcuna giustificazione per l'applicazione dei criteri controversi.

17 Essa osserva, inoltre, che non sussiste alcun nesso causale tra, da un lato, la necessità di assicurare l'approvvigionamento energetico nonché la fornitura dei pubblici servizi e, dall'altro, il controllo dell'azionariato e della gestione di un'impresa.

18 Secondo la Commissione, il decreto del 2004 costituisce quindi uno strumento che va oltre quanto necessario per tutelare gli interessi pubblici che ne costituiscono l'oggetto.

19 In primo luogo, la Repubblica italiana rileva che gran parte dell'analisi svolta dalla Commissione è dedicata alla presunta illegittimità dei poteri speciali, il cui regime è stabilito nel decreto legge n. 332/1994. Orbene, l'inadempimento oggetto del ricorso, nonché del parere motivato, verterebbe unicamente sul decreto del 2004 e non sul decreto legge n. 332/1994. Di conseguenza, l'asserita illegittimità del regime dei poteri speciali, quale risulta da tale decreto legge, non costituirebbe oggetto del presente ricorso.

20 Secondo detto Stato membro, ne consegue che il nucleo fondamentale delle censure formulate dalla Commissione nel suo ricorso non può essere accolto. Ciò varrebbe per le censure relative ai limiti imposti dalla Repubblica italiana all'acquisizione di azioni nelle società considerate, censure che concernono la proprietà delle azioni, vale a dire la struttura di tali società. Infatti, la Commissione addebiterebbe alla Repubblica italiana principalmente di aver previsto misure di controllo relative alla suddetta struttura e non misure che permettano di controllare specifiche decisioni di gestione. Orbene, tali censure riguarderebbero il decreto legge n. 332/1994 e non il decreto del 2004.

21 La Repubblica italiana propone pertanto il rigetto delle censure basate sulla mancanza di proporzionalità delle disposizioni relative ai poteri speciali, adducendo che tale parte del ricorso concerne in realtà il decreto legge n. 332/1994.

22 In secondo luogo, la Repubblica italiana contesta l'analisi della Commissione in quanto quest'ultima fonda il nucleo essenziale delle proprie censure su una presunta violazione dell'art. 56 CE, inerente alla libera circolazione dei capitali, aggiungendo peraltro che tali censure potrebbero essere indifferentemente basate su una violazione dell'art. 43 CE, inerente alla libertà di stabilimento. Secondo detto Stato membro, dalla giurisprudenza della Corte, in particolare dalla sentenza 12 settembre 2006, causa C-196/04, Cadbury Schweppes e Cadbury Schweppes Overseas (Racc. pag. I-7995), si evince che, se una questione può essere esaminata sotto il profilo della libertà di stabilimento, ciò esclude che essa rientri nella libera circolazione dei capitali. Orbene, giacché le misure controverse riguardano atti destinati ad esercitare un'influenza decisiva sulla gestione delle società considerate, sarebbero pertinenti gli artt. 43 CE, 45 CE e 46 CE. Tale punto sarebbe rilevante in quanto detti articoli contengono disposizioni meno vincolanti rispetto a quelle degli artt. 56 CE e 58 CE.

23 In terzo luogo, la Repubblica italiana contesta la fondatezza della censura relativa al carattere discrezionale che le disposizioni contenute nel decreto del 2004 conferirebbero ai poteri speciali attribuiti all'amministrazione nazionale.

24 In quarto luogo, tale Stato membro confuta l'argomentazione della Commissione relativa alle direttive applicabili nei settori regolamentati. Dette direttive sarebbero infatti pertinenti solo se il ricorso

riguardasse il decreto legge n. 332/1994, che prevede misure strutturali. Il decreto del 2004, da parte sua, non avrebbe introdotto alcuna misura di questo tipo, ma si sarebbe limitato a specificare i casi e i presupposti di adozione delle misure previste dal suddetto decreto legge. La Repubblica italiana afferma che, in ogni caso, nulla vieta agli Stati membri di adottare, in questi settori essenziali, provvedimenti che introducano poteri di intervento che vanno persino oltre le disposizioni delle summenzionate direttive.

25 La Repubblica italiana aggiunge che deve essere applicato il principio di sussidiarietà. La normativa nazionale sarebbe infatti più adatta di quella comunitaria a disciplinare situazioni che presentino un pericolo per gli interessi vitali dello Stato, situazioni che solo quest'ultimo può valutare tempestivamente e correttamente.

26 Negli altri settori dei pubblici servizi, che non sono stati ancora oggetto di un'armonizzazione, come il settore della difesa nazionale, uno Stato membro potrebbe legittimamente adottare provvedimenti intesi a fronteggiare situazioni gravemente lesive per l'interesse generale.

27 Secondo la Repubblica italiana, l'unico argomento del ricorso da prendere in considerazione è quello relativo all'asserita mancanza di prevedibilità dei casi concreti nei quali sia possibile ricorrere alle disposizioni del decreto legge n. 332/1994. Tuttavia, tale Stato membro sostiene che tutte le circostanze specifiche vengono individuate e possono essere valutate solo nel momento in cui si presenta un investitore. Esso conclude quindi che le condizioni d'esercizio dei poteri speciali non possono essere determinate con maggiore precisione di quanto lo siano nel decreto del 2004.

*Giudizio della Corte*

Sull'oggetto del ricorso

28 A parere della Repubblica italiana, con una parte significativa dei suoi argomenti, in realtà, la Commissione contesta non tanto i criteri contenuti nel decreto del 2004, bensì i poteri speciali istituiti dal decreto legge n. 332/1994, e mira a fare dichiarare tali poteri non conformi al diritto comunitario. In tal modo, detti argomenti amplirebbero l'oggetto della controversia e sarebbero dunque irricevibili.

29 Va rammentato al riguardo che l'oggetto di un ricorso per inadempimento è circoscritto dal parere motivato e dal ricorso (v. in tal senso, in particolare, sentenza 24 giugno 2004, causa C-350/02, Commissione/Paesi Bassi, Racc. pag. I-6213, punto 20 nonché la giurisprudenza ivi citata). Poiché, nella causa in esame, questi due atti riguardano unicamente i criteri stabiliti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, va constatato che la Commissione non ha ampliato l'oggetto della controversia, sicché il ricorso è ricevibile.

30 È vero che la Commissione sviluppa argomenti critici riguardo ai poteri speciali posti in essere dal decreto legge n. 332/1994, tuttavia essa non li rimette in questione e contesta soltanto i criteri che consentono il loro esercizio.

31 Poiché l'asserito inadempimento riguarda solo i criteri definiti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, occorre statuire unicamente sulla conformità di questa disposizione con il diritto comunitario.

Sull'applicazione degli artt. 43 CE e 56 CE

32 La Commissione ritiene che l'inadempimento da essa denunciato debba essere esaminato alla luce dell'art. 43 CE, relativo alla libertà di stabilimento, e dell'art. 56 CE, relativo alla libera circolazione dei

capitali.

33 Per quanto riguarda la questione se una normativa nazionale rientri nell'una o nell'altra di tali libertà, risulta da una giurisprudenza consolidata che occorre prendere in considerazione l'oggetto della normativa in questione (v. sentenza 24 maggio 2007, causa C-157/05, *Holböck*, Racc. pag. I-4051, punto 22 nonché la giurisprudenza ivi citata).

34 Ricadono nell'ambito di applicazione *ratione materiae* delle disposizioni del Trattato CE, relative alla libertà di stabilimento, le disposizioni nazionali che si applicano alla detenzione da parte di un cittadino di uno Stato membro, nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro, di una partecipazione tale da conferirgli una sicura influenza sulle decisioni di tale società e da consentirgli di indirizzare le attività (v. in tal senso, segnatamente, sentenze 13 aprile 2000, causa C-251/98, *Baars*, Racc. pag. I-2787, punto 22, e 23 ottobre 2007, causa C-112/05, *Commissione/Germania*, Racc. pag. I-8995, punto 13).

35 Rientrano nelle disposizioni di cui all'art. 56 CE, relativo alla libera circolazione dei capitali, segnatamente, gli investimenti diretti, vale a dire gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati dalle persone fisiche o giuridiche e aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica. Tale obiettivo presuppone che le azioni detenute dall'azionista conferiscano a quest'ultimo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di tale società o al suo controllo (v. sentenza *Commissione/Germania*, cit., punto 18 nonché la giurisprudenza ivi citata).

36 Una normativa nazionale che non è destinata ad applicarsi esclusivamente alle partecipazioni tali da conferire una sicura influenza sulle decisioni di una società e da consentire di indirizzarne le attività, ma che si applichi indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta da un azionista in una società, può rientrare nell'ambito di applicazione sia dell'art. 43 CE, sia dell'art. 56 CE (v., in tal senso, sentenza *Holböck*, cit., punti 23 e 24). Contrariamente a quanto sostenuto dalla Repubblica italiana, la citata sentenza *Cadbury Schweppes* e *Cadbury Schweppes Overseas* non consente di concludere che, in un caso del genere, sia pertinente soltanto l'art. 43 CE. Infatti, come si evince dal suo punto 32, tale sentenza concerne unicamente una situazione in cui una società detiene partecipazioni che le conferiscono il controllo di altre società (v. sentenza 17 luglio 2008, causa C-207/07, Commissione/Spagna, punto 36).

37 Nella specie, va operata una distinzione a seconda che i criteri siano applicati ai poteri di opposizione dello Stato all'acquisizione di partecipazioni e alla conclusione di patti tra azionisti che rappresentino una determinata percentuale dei diritti di voto o al potere di porre un veto a talune decisioni della società.

38 Per quanto riguarda, in primo luogo, i poteri di opposizione di cui all'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del decreto legge n. 332/1994, dal fascicolo risulta che la percentuale di almeno il 5% dei diritti di voto o, eventualmente, la percentuale minore fissata dal ministro competente deve permettere agli interessati di partecipare effettivamente alla gestione di una determinata società, il che rientra nell'ambito di applicazione delle disposizioni dell'art. 56 CE. Per quanto riguarda le società in cui, di norma, l'azionariato è fortemente diffuso, non è tuttavia

escluso che i detentori di partecipazioni corrispondenti a tali percentuali abbiano il potere di esercitare una sicura influenza sulla gestione di una siffatta società e di indirizzarne le attività, il che ricade nelle disposizioni di cui all'art. 43 CE, come sostenuto dalla Repubblica italiana. Inoltre, poiché il decreto legge n. 332/1994 stabilisce una percentuale minima, tale normativa è altresì destinata ad applicarsi a partecipazioni che eccedono tale percentuale e conferiscono un evidente potere di controllo. I criteri relativi all'esercizio dei suddetti poteri di opposizione vanno dunque esaminati sotto il profilo di queste due disposizioni del Trattato.

39 In secondo luogo, per quanto attiene al potere di veto di cui all'art. 2, comma 1, lett. c), del decreto legge n. 332/1994, è giocoforza constatare che tale potere riguarda decisioni rientranti nella gestione della società e, pertanto, concerne soltanto azionisti in grado di esercitare un'influenza sicura sulle società considerate, cosicché i criteri relativi all'esercizio di siffatto potere devono essere esaminati sotto il profilo dell'art. 43 CE. Del resto, ammesso che tali criteri producano effetti restrittivi sulla libera circolazione dei capitali, questi sarebbero l'inevitabile conseguenza di un possibile ostacolo alla libertà di stabilimento e non giustificerebbero un esame autonomo alla luce dell'art. 56 CE (v. sentenza *Cadbury Schweppes e Cadbury Schweppes Overseas*, cit., punto 33). Di conseguenza, l'esame dei criteri relativi all'esercizio del potere di veto deve essere effettuato unicamente sotto il profilo dell'art. 43 CE.

Sui criteri previsti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 in relazione all'esercizio dei poteri di opposizione

- Sull'inadempimento degli obblighi derivanti dall'art. 56 CE

40 In via preliminare, va rilevato che i criteri qui esaminati definiscono le circostanze in cui possono essere esercitati i poteri dello Stato di opporsi all'acquisizione di determinate partecipazioni o alla conclusione di taluni patti tra azionisti nelle società considerate. Dalla giurisprudenza della Corte si evince che il ricorso a tali poteri può essere contrario alla libera circolazione dei capitali garantita dall'art. 56 CE (v., in particolare, sentenze 13 maggio 2003, causa C-98/01, Commissione/Regno Unito, Racc. pag. I-4641, punto 50, e Commissione/Spagna, cit., punto 58). Il punto controverso nella presente causa è quello di chiarire se tali criteri stabiliscano condizioni atte a giustificare l'esercizio di siffatti poteri.

41 Va rammentato, a tal riguardo, che la libera circolazione dei capitali può essere limitata da provvedimenti nazionali giustificati dalle ragioni di cui all'art. 58 CE o per ragioni imperative di interesse generale, purché non esistano misure comunitarie di armonizzazione che indichino i provvedimenti necessari a garantire la tutela di tali interessi (v. sentenza Commissione/Germania, cit., punto 72 nonché la giurisprudenza ivi citata).

42 In mancanza di una siffatta armonizzazione comunitaria, in linea di principio spetta agli Stati membri decidere il livello al quale intendono garantire la tutela di tali legittimi interessi, nonché il modo in cui questo livello deve essere raggiunto. Essi possono tuttavia farlo soltanto nei limiti tracciati dal Trattato e, in particolare, nel rispetto del principio di proporzionalità, il quale richiede che le misure adottate siano idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento (v. sentenza Commissione/Germania, cit., punto 73 e la giurisprudenza ivi ci-



tata).

43 Peraltro, anche nei settori che hanno formato oggetto di un'armonizzazione, il principio di proporzionalità è applicabile nel caso in cui il legislatore comunitario abbia lasciato agli Stati membri un potere discrezionale.

44 Nella specie, i giudizi della Repubblica italiana e della Commissione divergono sulla questione se i criteri applicabili all'esercizio dei poteri di opposizione all'acquisizione di partecipazioni o alla conclusione di patti tra azionisti che rappresentano almeno il 5% dei diritti di voto, ovvero una percentuale minore in determinati casi, siano tali che detto esercizio risulti proporzionato agli obiettivi perseguiti e, di conseguenza, sia compatibile con la libertà garantita dall'art. 56 CE.

45 In proposito, va rilevato che i criteri controversi riguardano interessi generali afferenti, segnatamente, all'approvvigionamento minimo di risorse energetiche e di beni essenziali alla collettività, alla continuità del servizio pubblico, alla sicurezza degli impianti utilizzati nell'ambito dei servizi pubblici essenziali, alla difesa nazionale, alla tutela dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza nonché alle emergenze sanitarie. Fatto salvo il principio di proporzionalità, il perseguimento di tali interessi può giustificare talune restrizioni all'esercizio delle libertà fondamentali (v., in particolare, sentenza 14 febbraio 2008, causa C-274/06, Commissione/Spagna, punto 38).

46 Tuttavia, come ricordato ai punti 42 e 43 della presente sentenza, il rispetto del principio di proporzionalità esige, in primo luogo, che i provvedimenti adottati siano atti a conseguire gli obiettivi perseguiti.

47 Orbene, l'applicazione dei criteri controversi, considerati in re-

lazione all'esercizio dei poteri di opposizione, non è atta a conseguire gli obiettivi perseguiti nel caso di specie a causa della mancanza di un nesso tra detti criteri e tali poteri.

48 Infatti, la Corte ha precedentemente statuito che la mera acquisizione di una partecipazione che ammonti a oltre il 10% del capitale sociale di una società operante nel settore dell'energia o ogni altra acquisizione che conferisca un'influenza significativa su una tale società, in linea di principio, non può essere considerata, di per sé, come una minaccia reale e sufficientemente grave per la sicurezza dell'approvvigionamento (v. sentenza 17 luglio 2008, Commissione/Spagna, cit., punti 38 e 51).

49 Nelle sue memorie, la Repubblica italiana non ha prodotto alcuna prova e neppure alcun indizio che l'applicazione dei criteri controversi per l'esercizio dei poteri di opposizione permetta di conseguire gli obiettivi perseguiti. Durante l'udienza, lo Stato membro di cui trattasi ha certamente citato qualche esempio. Esso ha infatti menzionato l'eventualità che un operatore straniero legato ad un'organizzazione terroristica tenti di acquisire rilevanti partecipazioni in società nazionali in un'area strategica. Ha anche evocato la possibilità che una società straniera che controlli reti internazionali di trasmissione di energia e che, in passato, si sia avvalsa di detta posizione per creare gravi difficoltà di approvvigionamento a paesi limitrofi acquisisca azioni in una società nazionale. Secondo tale Stato membro, la sussistenza di precedenti di tale natura potrebbe giustificare un'opposizione all'acquisizione, da parte di questi investitori, di partecipazioni notevoli nelle società nazionali considerate.

50 Tuttavia, è giocoforza constatare che simili considerazioni non

figurano nel decreto del 2004, il quale non menziona alcuna circostanza specifica ed obiettiva.

51 La Corte ha in precedenza statuito che poteri di intervento di uno Stato membro come i poteri di opposizione le cui condizioni di esercizio sono determinate dai criteri in esame, non subordinati ad alcuna condizione ad eccezione di un riferimento alla tutela degli interessi nazionali formulato in modo generico e senza che vengano precisate le circostanze specifiche e obiettive in cui tali poteri verranno esercitati, costituiscono un grave pregiudizio alla libera circolazione dei capitali (v., in tal senso, sentenza 4 giugno 2002, causa C-483/99, Commissione/Francia, Racc. pag. I-4781, punti 50 e 51).

52 Tali considerazioni sono applicabili alla presente fattispecie. Infatti, sebbene i criteri in esame riguardino diversi tipi di interessi generali, essi sono formulati in modo generico ed impreciso. Inoltre, l'assenza di un nesso tra tali criteri e i poteri speciali ai quali si riferiscono accentua l'incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi possono essere esercitati e conferisce un carattere discrezionale a detti poteri tenuto conto del potere discrezionale di cui dispongono le autorità nazionali per il loro esercizio. Un siffatto potere discrezionale è sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti.

53 Peraltro, la mera enunciazione di cui all'art. 1, comma 1, del decreto del 2004 secondo cui i poteri speciali devono essere esercitati soltanto in conformità con il diritto comunitario non può rendere l'applicazione di siffatti criteri compatibile con quest'ultimo. Infatti, il carattere generale e astratto dei criteri non è tale da garantire che l'esercizio dei poteri speciali sarà effettuato conformemente ai requisiti di diritto comunitario (v., in tal senso, sentenza 13 maggio 2003,

causa C-463/00, Commissione/Spagna, Racc. pag. I-4581, punti 63 e 64).

54 Infine, è vero che la circostanza che l'esercizio dei poteri speciali possa essere soggetto al controllo del giudice nazionale, in forza dell'art. 2, comma 1, lett. a)-c), del decreto legge n. 332/1994, è necessaria per la protezione delle persone in relazione all'applicazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali, tuttavia essa non è sufficiente, di per sé, per sanare l'incompatibilità con tali norme dei criteri di applicazione dei poteri speciali.

55 Di conseguenza, si deve constatare che, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, la Repubblica italiana è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti in forza dell'art. 56 CE nella misura in cui tali disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del decreto legge n. 332/1994.

– Sull'inadempimento degli obblighi derivanti dall'art. 43 CE

56 Poiché l'esercizio dei poteri di opposizione riguarda anche partecipazioni che conferiscono ai loro detentori il potere di esercitare una sicura influenza sulla gestione delle società considerate nonché di indirizzarne le attività e può dunque limitare la libertà di stabilimento, si deve considerare, per le stesse ragioni esposte precedentemente nell'ambito dell'esame relativo alla compatibilità dei criteri contenuti nell'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 con l'art. 56 CE, che tali criteri conferiscono alle autorità italiane un potere discrezionale sproporzionato nell'esercizio dei poteri di opposizione.

57 Pertanto, occorre dichiarare che, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, la Repubblica italiana

è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti in forza dell'art. 43 CE, nella misura in cui queste disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del decreto legge n. 332/1994.

Sui criteri sanciti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 in relazione all'esercizio del potere di veto

58 Come menzionato al punto 39 della presente sentenza, l'applicazione dei criteri di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del 2004 al potere di veto nei confronti di determinate decisioni deve essere esaminata unicamente sotto il profilo dell'art. 43 CE.

59 La Commissione ritiene che tali criteri, nella misura in cui sono applicabili a siffatto potere di veto, siano sproporzionati rispetto all'obiettivo perseguito e, pertanto, contrari all'art. 43 CE. La Repubblica italiana contesta tale analisi.

60 Si deve constatare che, per quanto attiene alle società considerate, le decisioni relative al loro scioglimento, al trasferimento dell'azienda, alla fusione, alla scissione, al trasferimento della sede sociale all'estero, al cambiamento dell'oggetto sociale nonché alle modifiche dello statuto che sopprimono o modificano i poteri speciali riguardano aspetti importanti della gestione di tali società.

61 È possibile che siffatte decisioni, che possono riguardare la sussistenza stessa di tali società, incidano segnatamente sulla continuità del servizio pubblico o il mantenimento dell'approvvigionamento nazionale minimo di beni essenziali per la collettività, i quali costituiscono interessi generali contemplati dal decreto del 2004.

62 Sussiste dunque un nesso tra il potere speciale di veto e i criteri fissati nel decreto del 2004.

63 Tuttavia, le circostanze in cui tale potere può essere esercitato sono imprecise.

64 In riferimento ad un diritto di opposizione a determinate decisioni di cessione o di attribuzione a titolo di garanzia degli elementi patrimoniali di società operanti nel settore petrolifero, la Corte ha giudicato che, poiché l'esercizio di tale diritto non era subordinato ad alcuna condizione che limitasse il potere discrezionale del ministro in ordine al controllo dell'identità dei detentori degli elementi patrimoniali di queste società, il regime considerato andava oltre quanto necessario per conseguire l'obiettivo fatto valere, ossia la prevenzione di un pregiudizio all'approvvigionamento minimo di prodotti petroliferi in caso di minaccia effettiva. La Corte ha aggiunto che, in mancanza di criteri oggettivi e precisi nella struttura di detto regime, la normativa in esame era sproporzionata rispetto all'obiettivo indicato (v. sentenza Commissione/Francia, cit., punti 52 e 53).

65 Si deve verificare se siffatte considerazioni siano applicabili alla presente fattispecie.

66 Il decreto del 2004 non contiene precisazioni sulle circostanze in cui i criteri di esercizio del potere di veto previsto dall'art. 2, comma 1, lett. c), del decreto legge n. 332/1994 possono trovare applicazione. Sebbene tale potere possa essere esercitato soltanto in situazioni di pericolo grave ed effettivo o di emergenze sanitarie, a norma dell'art. 1, comma 2, di detto decreto, e nel rispetto delle condizioni di cui all'art. 1, comma 1, di questo stesso testo, ossia segnatamente per motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza, di sanità pubblica e di difesa, in mancanza di precisazioni sulle circostanze concrete che consentono di esercitare il potere in parola gli investitori non sanno

quando tale potere di veto possa trovare applicazione. Di conseguenza, occorre considerare, come sostenuto dalla Commissione, che le situazioni che consentono di esercitare il potere di veto sono potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili e che esse lasciano alle autorità italiane un ampio potere discrezionale.

67 Tuttavia, la Repubblica italiana fa valere che il principio di sussidiarietà è applicabile nei settori strategici considerati e che gli Stati membri devono conservare un ampio potere discrezionale, in quanto si trovano nella migliore posizione per fronteggiare situazioni di emergenza che incidono su interessi vitali dello Stato. Le direttive introdotte nei settori regolamentati, come quello dell'energia, conterrebbero soltanto prescrizioni minime in merito al rispetto dei requisiti di servizio pubblico.

68 A tal proposito, come rilevato al punto 43 della presente sentenza, benché tali direttive lascino un potere discrezionale agli Stati membri, in particolare per prendere provvedimenti in caso di emergenza, le disposizioni che essi adottano devono rispettare i limiti tracciati dal Trattato e, segnatamente, il principio di proporzionalità.

69 In particolare, la Corte ha riconosciuto, per quanto riguarda le imprese operanti nei settori del petrolio, delle telecomunicazioni e dell'elettricità, che l'obiettivo di garantire la sicurezza dell'approvvigionamento di tali prodotti o la fornitura di tali servizi, in caso di crisi, sul territorio dello Stato membro di cui trattasi può costituire un motivo di pubblica sicurezza e, pertanto, giustificare una restrizione a una libertà fondamentale (v. sentenza 13 maggio 2003, Commissione/Spagna, cit., punto 71).

70 Tuttavia, la Corte ha anche statuito che, se gli Stati membri re-

stano sostanzialmente liberi di determinare, conformemente alle loro necessità nazionali, le esigenze dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza, tali esigenze, in quanto motivi di deroga ad una libertà fondamentale, devono essere intese in senso restrittivo, di guisa che la loro portata non può essere determinata unilateralmente senza il controllo delle istituzioni della Comunità europea. Pertanto, l'ordine pubblico e la pubblica sicurezza possono essere invocati solamente in caso di minaccia effettiva e sufficientemente grave ad uno degli interessi fondamentali della collettività (v., in particolare, sentenze 9 marzo 2000, causa C-355/98, Commissione/Belgio, Racc. pag. I-1221, punto 28; 14 marzo 2000, causa C-54/99, *Église de scientologie*, Racc. pag. I-1335, punto 17, e 17 luglio 2008, Commissione/Spagna, cit., punto 47).

71 La Corte ha applicato siffatta analisi ad un regime di opposizione che era in vigore in Belgio, nel settore dell'energia, il quale riguardava determinate decisioni relative agli attivi strategici di società nazionali, in particolare le reti dell'energia, nonché decisioni specifiche di gestione relative a tali società, ove gli interventi dello Stato potevano aver luogo solo qualora fossero stati messi in questione gli obiettivi della politica energetica. La Corte ha giudicato che tali regimi poggiavano su criteri oggettivi e controllabili dal giudice e che la Commissione non aveva dimostrato che si sarebbero potuti adottare provvedimenti meno restrittivi per raggiungere l'obiettivo perseguito (v. sentenza 4 giugno 2002, causa C-503/99, Commissione/Belgio, Racc. pag. I-4809, punti 50-53).

72 Nella specie, tuttavia, come constatato al punto 66 della presente sentenza, il decreto del 2004 non contiene precisazioni sulle circo-



stanze concrete in cui può essere esercitato il potere di veto e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili.

73 Come ricordato ai punti 53 e 54 della presente sentenza, l'affermazione secondo cui il potere di veto deve essere esercitato soltanto in conformità con il diritto comunitario e la circostanza che il suo esercizio possa essere soggetto al controllo del giudice nazionale non possono rendere il decreto del 2004 compatibile con il diritto comunitario.

74 Si deve dunque dichiarare che, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, la Repubblica italiana è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti in forza dell'art. 43 CE, nella misura in cui tali disposizioni si applicano al potere speciale previsto dall'art. 2, comma 1, lett. c), del decreto legge n. 332/1994.

Sulle spese

75 A norma dell'art. 69, n. 2, del regolamento di procedura, la parte soccombente è condannata alle spese se ne è stata fatta domanda. Poiché la Commissione ne ha fatto domanda, la Repubblica italiana, rimasta soccombente, dev'essere condannata alle spese.

Per questi motivi, la Corte (Terza Sezione) dichiara e statuisce:

1) La Repubblica italiana, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti:

- in forza degli artt. 43 CE e 56 CE, nella misura in cui dette disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del predetto decreto legge, come modificato dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), e
  - in forza dell'art. 43 CE, nella misura in cui dette disposizioni si applicano al potere speciale previsto dal citato art. 2, comma 1, lett. c).
- 2) La Repubblica italiana è condannata alle spese.

Firme

*LA DISCIPLINA DELLA GOLDEN SHARE DOPO LA SENTENZA DELLA  
CORTE DI GIUSTIZIA C-326/07*

Nel caso in esame, la Corte di Giustizia analizza i poteri speciali previsti dal d.l. 332/94, così come successivamente rivisti e specificati dalla legge finanziaria 350/03, in seguito alla diffida inviata dalla commissione europea per violazione degli artt. 43 e 56 Ce in relazione alle condizioni di esercizio dei suddetti poteri. In particolare, la Commissione, a fronte della insoddisfacente soluzione adottata dal legislatore italiano in risposta ai rilievi sollevati al riguardo, ha proposto ricorso contro le disposizioni previste dal d.p.c.m. del 10 giugno 2004, dettate in attuazione dell'art. 4, comma 230, della suddetta legge finanziaria.

I poteri speciali, elencati all'art. 2, comma 1, lett. a)-d) del d.l. 332/94, oggetto di censure sono: a) opposizione all'assunzione, da parte di investitori, di partecipazioni rilevanti che rappresentino almeno il cinque per cento dei diritti di voto o la percentuale minore fissata dal ministro dell'economia; b) opposizione alla conclusione di patti o accordi tra azionisti che rappresentino almeno il cinque per cento dei diritti di voto o la per-

centuale minore fissata dal ministro dell'economia;

c) veto all'adozione delle delibere di scioglimento delle società, di trasferimento dell'azienda, di fusione, di scissione, di trasferimento della sede sociale all'estero, di cambiamento dell'oggetto sociale, di modifica dello statuto che sopprimono o modificano i poteri speciali; d) nomina di un amministratore senza diritto di voto.

Dal ricorso emerge che una clausola relativa all'esercizio di tali poteri speciali è stata inserita, in particolare, negli statuti delle società di diritto italiano Eni, Telecom Italia, Enel e Finmeccanica, operanti rispettivamente nei settori della petrolchimica e dell'energia, delle telecomunicazioni, dell'elettricità nonché della difesa.

In particolare, secondo la commissione, la violazione degli art. 43 Ce e 56 Ce da parte della Repubblica italiana consiste nel fatto che il decreto del 2004 non specifica sufficientemente i criteri di esercizio dei poteri speciali, sì da non consentire agli investitori di conoscere le situazioni in cui detti poteri verranno utilizzati. Sostiene, infatti, la Commissione che le situazioni concrete che possono essere sussunte nella nozione di «grave ed effettivo pericolo», di cui all'art. 1, 2° comma, lett. a)-d), del decreto del 2004, sono potenzialmente numerose, indeterminate e indeterminabili. L'effetto sarebbe quello di scoraggiare gli investitori, particolarmente quelli che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese interessate dalla normativa di cui trattasi.

Secondo lo Stato italiano occorre, invece, rilevare che gran parte delle censure mosse dalla Commissione è dedicata alla presunta illegittimità dei poteri speciali, il cui regime è stabilito nel d.l. 332/94, di guisa che, vertendo l'inadempimento oggetto del ricorso unicamente sul decreto del 2004 e non sul d.l. 332/94, il ricorso stesso sarebbe da considerarsi inammissibile.

Rileva, altresì la Repubblica italiana che, contrariamente a quanto

indicato nel ricorso, qualora una questione venga esaminata sotto il profilo della libertà di stabilimento, ciò esclude che essa rientri nella libera circolazione dei capitali.

Oltre a contestare la fondatezza della censura relativa al carattere discrezionale che le disposizioni contenute nel decreto del 2004 conferirebbero ai poteri speciali attribuiti all'amministrazione nazionale, lo Stato italiano confuta l'argomentazione della Commissione relativa alle direttive applicabili nei settori regolamentati. Dette direttive sarebbero infatti pertinenti solo se il ricorso riguardasse il d.l. 332/94, che prevede misure strutturali. Il decreto del 2004, da parte sua, non avrebbe introdotto alcuna misura di questo tipo, ma si sarebbe limitato a specificare i casi e i presupposti di adozione delle misure previste dal suddetto decreto legge. Nulla, in altri termini, vieterebbe agli Stati membri di adottare, in questi settori essenziali, provvedimenti che introducano poteri di intervento che vanno persino oltre le disposizioni delle summenzionate direttive.

A ciò aggiungasi che nel caso di specie potrebbe trovare applicazione il principio di sussidiarietà, essendo la normativa nazionale più adatta di quella comunitaria a disciplinare situazioni che presentino un pericolo per gli interessi vitali dello Stato, situazioni che solo quest'ultimo può valutare tempestivamente e correttamente.

Al di là dei fatti e delle argomentazioni delle parti al riguardo, merita, in questa sede, procedere all'analisi dei risultati cui è giunta la Corte di Giustizia CE nella sentenza in epigrafe.

La Corte di Giustizia UE, con la sentenza C-326/07 del 26 marzo 2009, ha giudicato incompatibili con la normativa comunitaria i poteri speciali, la cosiddetta "golden share"<sup>1</sup>, detenuti dallo Stato italiano in Telecom

---

<sup>1</sup> Sulla *golden share* si vedano, negli anni più recenti, F.MERUSI, La Corte di giustizia condanna la *golden share* all'italiana e il ritardo del legislatore, in *Dir. pubbl. com. eur.*, 2000, III, 1236 ss.; L. MARINI, "Golden share" e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di giustizia, in *Dir. comm. internaz.*, 2002, 489 ss.; L. SALERNO, Golden shares, *interessi pubblici e modelli so-*

Italia, Eni, Enel e Finmeccanica e ha condannato l'Italia, così accogliendo le conclusioni della Commissione Europea, che a giugno 2006 aveva deferito il nostro Paese alla Corte di Strasburgo per la violazione degli articoli 56 e 43 del Trattato CE<sup>2</sup>.

I Giudici di Strasburgo, sostanzialmente accogliendo le conclusioni dell'Avvocato Generale, hanno stabilito che: «*La Repubblica italiana, avendo adottato le disposizioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, recante definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modifiche, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, è venuta meno agli obblighi ad essa incombenti: in forza degli artt. 43 CE (libertà di stabilimento) e 56 CE (libera circolazione dei capitali), nella misura in cui dette disposizioni si applicano ai poteri speciali previsti dall'art. 2, comma 1, lett. a) e b), del predetto decreto legge, come modificato dalla legge 24 dicembre 2003, n. 350, recante disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge finanziaria 2004), e in forza dell'art. 43 CE, nella misura in cui dette disposizioni si applicano al potere speciale previsto dal citato art. 2, comma 1, lett. c)*».

Secondo la Corte, invero, il decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 10 giugno 2004, «*non contiene precisazioni sulle circostanze in*

---

cietari tra diritto interno e disciplina comunitaria, in *Dir. comm. internaz.*, 2002, 671 ss.; A. PERICU, *Il diritto comunitario favorisce davvero le privatizzazioni dei servizi pubblici?*, in *Privatizzazioni e regioni*, a cura di BUONOCORE - RACUGNO, Milano, 2003; T. BALLARINO - L. BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in *Riv. società*, 2004, 2 ss.; S. GOBBATO, *Golden share ed approccio uniforme in materia di capitali nella recente giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. it. dir. pubbl. comun.*, 2004, 427 ss.; G.C. SPATTINI, *Poteri pubblici dopo la privatizzazione (saggio di diritto pubblico dell'economia)*, Torino, 2006; E. FRENI *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, 145; F. SANTONASTASO, *Dalla "golden share" alla "poison pill": evoluzione o involuzione del sistema? Da una prima lettura del 381°-384° comma dell'art. 1 l. 23 dicembre 2005, n. 266*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 383 ss.

<sup>2</sup> Per un primo commento della sentenza v. M. COLANGELO, *Golden share, diritto comunitario e i mercanti di Venezia*, in *Foro it.*, 2009, IV, 224 e ss.

*cui i criteri di esercizio del potere di veto possono trovare applicazione», di guisa che «gli investitori non sanno quando tale potere di veto possa trovare applicazione e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili».*

Nel mirino della Corte di Strasburgo, in particolare, i poteri speciali che prevedono la possibilità per lo Stato di opporsi all'assunzione, da parte di investitori privati, di partecipazioni rilevanti – pari ad almeno il 5% dei diritti di voto – in àmbiti societari (quali ENI, Telecom Italia, Enel e Finmeccanica) o di porre il veto alla stipula di patti o accordi tra azionisti che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto. Incompatibile con le norme UE anche la possibilità per lo Stato di opporsi all'adozione di delibere relative allo scioglimento delle società, al trasferimento all'estero della sede sociale, al cambiamento dell'oggetto sociale, alla modifica dello statuto in previsione della soppressione o della modifica della *golden share*, alla nomina di un amministratore senza diritto di voto.

Simili statuizioni, aggiunge la Corte, scoraggerebbero *«gli investitori che intendono stabilirsi in Italia al fine di esercitare un'influenza sulla gestione delle imprese. [...] Secondo la Commissione, il decreto del 2004 costituisce uno strumento che va oltre quanto necessario per tutelare gli interessi pubblici che ne costituiscono l'oggetto.»*.

Il decreto del 2004 indica che i poteri speciali *«sono esercitati nel rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione»*. Devono ricorrere, quindi, *«circostanze di grave pericolo di carenza di approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di servizi di telecomunicazione e di trasporto di servizi pubblici, pericoli per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica, emergenze sanitarie»*. Secondo la Commissione, però, e la Corte ha confermato la pertinenza

dell'osservazione, l'uso dei poteri speciali previsti dalla normativa italiana per raggiungere tali obiettivi è «*eccessivo*», i criteri per l'esercizio di questi poteri sono «*vaghi e di portata indeterminata*» e, di conseguenza, conferiscono alle autorità «*ampi poteri discrezionali nel giudicare i rischi per gli interessi vitali dello Stato*». Per gestire le preoccupazioni di interesse pubblico, infatti, a giudizio della UE avrebbero potuto essere considerate alternative meno restrittive.

Assai significativo, inoltre, appare la distinzione che la Corte opera nella sentenza in riferimento ai poteri di opposizione dello Stato all'acquisizione di partecipazioni e alla conclusione di patti tra azionisti o al potere di porre un veto a talune decisioni della società.

In ordine ai poteri di opposizione, argomenta la Corte, il rispetto del principio di proporzionalità esige, in primo luogo, che i provvedimenti adottati siano atti a conseguire gli obiettivi perseguiti. «*L'applicazione dei criteri controversi, considerati in relazione all'esercizio dei poteri di opposizione, non è atta a conseguire gli obiettivi perseguiti nel caso di specie a causa della mancanza di un nesso tra detti criteri e tali poteri*». Durante l'udienza, l'Italia ha evocato l'eventualità che un operatore straniero legato ad un'organizzazione terroristica tenti di acquisire partecipazioni in società nazionali in un'area strategica; o la possibilità che una società straniera che controlli reti internazionali di trasmissione di energia e che, in passato, si sia avvalsa di detta posizione per creare gravi difficoltà di approvvigionamento a paesi limitrofi acquisisca azioni in una società nazionale. Queste situazioni potrebbero giustificare un'opposizione all'acquisizione. «*Tuttavia - rileva la Corte - il decreto del 2004 non menziona alcuna circostanza specifica ed obiettiva. Al contrario sebbene i criteri riguardino diversi tipi di interessi generali, essi sono formulati in modo generico ed impreciso. Inoltre, l'assenza di un nesso tra tali criteri e i poteri speciali ai quali si riferiscono accentua l'incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi*

*possono essere esercitati e conferisce un carattere discrezionale a detti poteri tenuto conto del potere discrezionale di cui dispongono le autorità nazionali per il loro esercizio. Un siffatto potere discrezionale è sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti».*

Per quel che riguarda l'esercizio del potere di veto, la Corte afferma che nulla è precisato nell'ambito del decreto del 2004. *«In mancanza di precisazioni sulle circostanze concrete che consentono di esercitare il potere in parola - dice la Corte - gli investitori non sanno quando tale potere di veto possa trovare applicazione e i criteri da esso fissati non sono dunque fondati su condizioni oggettive e controllabili».* Incompatibile con il diritto comunitario anche l'affermazione secondo cui *«il potere di veto deve essere esercitato soltanto in conformità con il diritto comunitario e la circostanza che il suo esercizio possa essere soggetto al controllo del giudice nazionale».*

2. Al fine di comprendere sino in fondo la portata nonché le conseguenze della sentenza della Corte di Giustizia nel nostro panorama giuridico, appare indispensabile prendere le mosse dal fenomeno delle privatizzazioni, che ha costituito, ed ancora oggi costituisce, un elemento rilevante per quel che riguarda una completa ricostruzione della disciplina dei cosiddetti poteri speciali ovvero di determinate prerogative statali dirette a tutelare concretamente, nell'ambito di determinati settori economici, interessi essenziali o vitali<sup>3</sup>.

In Italia, la svolta in tema di "poteri speciali" si è avuta con l'entrata in vigore della Legge 350/2003, che ha fissato, al riguardo, alcuni principi

---

<sup>3</sup> Sul tema delle privatizzazioni la bibliografia è sterminata: v., per tutti, M. CLARICH e A. PISANESCHI, voce *Privatizzazioni*, in *Digesto*, IV ed., *Disc. pubbl.*, Agg., Torino, 2000, 432 ss.; P. PIRAS, *Le privatizzazioni - Tra aspirazioni all'efficienza e costi sociali*, Torino, 2005; M. CAMMELLI - M. DUGATO, *Studi in tema di società a partecipazione pubblica*, Torino, 2008; F. BONELLI - A. RICO, voce *Privatizzazioni*, in *Enc. dir.*, Milano, 2000, IV Agg.; N. IRTI, *Economia di mercato e interesse pubblico*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2000, 435 ss.; C. IBBA, *La tipologia delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 464 ss.



generali di riferimento (cfr. art. 4, commi 227-231), intervenendo sul disposto dell'art. 2 del D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con Legge 30 luglio 1994, n. 474<sup>4</sup>. Non può, altresì, non considerarsi l'intervento che tale disciplina ha posto in essere in relazione ad altre disposizioni contenute nel D.L. 332/1994, quali quelle dettate in tema di modalità di alienazione delle partecipazioni dello Stato e degli enti pubblici nelle S.p.A. Tra le più significative è da segnalare il passaggio, in materia di dismissioni, da un sistema incentrato sull'offerta pubblica di vendita ad uno basato su procedure "trasparenti e non discriminatorie", finalizzate, tra l'altro, a favorire la diffusione dell'azionariato tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali, così, di fatto, ampliandosi, la gamma delle tecniche a disposizione dell'esecutivo per procedere alla dismissione del controllo nelle società privatizzate. La riforma ha teso a ridefinire il concetto di "poteri speciali", da intendersi come poteri che non tendono ad incidere sulla gestione ordinaria delle imprese privatizzate, ma esclusivamente su quelle modificazioni dell'atto costitutivo o, comunque, su quelle operazioni societarie in grado di ledere o pregiudicare gli interessi vitali dello Stato. Ciò con l'intenzione per un verso di evitare forme inusitate di presenza pubblica nella gestione di determinate attività economiche, per l'altro di garantire che gli interessi nazionali vitali relativi alle suddette gestioni siano protetti attraverso interventi, sia pur solo "a posteriori" da parte del governo. In particolare, l'art. 2, parte prima, del D.L. 332/1994<sup>5</sup>, prevede

---

<sup>4</sup> E. FRENI, Le privatizzazioni delle imprese pubbliche, in *Giornale Dir. Amm.*, 3/2004, 263 ss.

<sup>5</sup> «Tra le società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia, e degli altri pubblici servizi, sono individuate con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, adottato su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, di intesa con il Ministro delle attività produttive, nonché con i Ministri competenti per settore, previa comunicazione alle competenti Commissioni parlamentari, quelle nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, deve essere introdotta con deliberazione dell'assemblea straordinaria una clausola che attribuisca al Ministro dell'economia e delle finanze la titolarità di esercitare uno o più dei seguenti poteri speciali da esercitare di intesa con il Ministro delle attività produttive».

che l'introduzione di poteri speciali nello statuto delle società operanti nel settore della difesa, dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle fonti di energia e degli altri pubblici servizi debba avvenire «*prima di ogni atto che determini la perdita del controllo*», sebbene possa accadere che la stessa venga anticipata in occasione di vendite relative solo ad una minoranza di azioni, come ad esempio è accaduto con il caso ENI ed ENEL, ovvero prima di ogni vendita, come, invece, è accaduto nel caso Finmeccanica. Occorre, tuttavia, precisare che in tali ipotesi i poteri speciali hanno una rilevanza limitata, atteso che l'azionista pubblico, mantenendo il controllo, è in grado di evitare che vengano assunte delibere assembleari reputate inopportune e nominare gli amministratori.

Passando alla disamina dei diversi poteri speciali, introdotti in origine dal legislatore attraverso il D.L. 332/1994, appare opportuno tenere presente l'evoluzione che nel corso degli anni ha subito l'art. 2 di tale provvedimento, fino a giungere all'emanazione della Legge 350/2003 e del D.P.C.M. del 10 giugno 2004.

Il primo dei poteri speciali, introdotto dal citato art. 2 lett. a), prevedeva, all'origine, che l'ingresso di nuovi soci nel capitale delle società privatizzate fosse sottoposto al giudizio del Governo. Era, infatti, richiesto il gradimento espresso all'assunzione di partecipazioni rilevanti da parte dei soggetti nei confronti dei quali operava il limite al possesso azionario previsto dall'art. 3<sup>6</sup>. L'espressione "partecipazioni rilevanti" faceva riferimento a partecipazioni pari o superiori alla ventesima parte del capitale rappresentato da azioni ordinarie o anche inferiori a tale soglia, nel caso in cui fosse intervenuta una specifica disposizione in tal senso attraverso specifico Decreto da parte dell'allora Ministero del Tesoro. Ad esempio, nell'ipotesi ENI e Telecom Italia, il concetto di partecipazione rilevante è stato fissato nella

---

<sup>6</sup> Secondo tale articolo, per le società di cui all'articolo 2 e per le banche e le imprese assicurative, è possibile inserire nello statuto un limite massimo al possesso azionario operante nei confronti di soggetti singoli, nuclei familiari, gruppi di appartenenza e sindacati azionari.

misura pari al 3% del capitale sociale. In tale disposizione, introdotta negli statuti ENEL e Finmeccanica, era stabilito che il suddetto gradimento venisse espresso nel termine di sessanta giorni dall'avvenuto acquisto da parte degli amministratori delle società e che fino al momento del rilascio del gradimento o in caso di inutile decorso del termine suddetto, il diritto di voto oltre ai diritti aventi contenuto differente da quello patrimoniale relativi alla partecipazione fossero "sterilizzati". Nell'ipotesi di rifiuto del gradimento all'assunzione delle quote rilevanti, era previsto un obbligo di alienazione delle azioni che rappresentassero la "partecipazione rilevante" entro un anno, con la facoltà per il Ministero del Tesoro, in caso di non ottemperanza, di richiedere la vendita coattiva dell'intero pacchetto azionario posseduto, secondo quanto previsto dall'art. 2359 *ter* c.c.<sup>7</sup>. I dubbi interpretativi relativi a tale potere speciale erano legati soprattutto alla circostanza che il nostro ordinamento aveva negato qualsivoglia efficacia alle cosiddette clausole di mero gradimento, considerate ammissibili solo qualora le stesse clausole fossero legate a condizioni oggettive nonché ad obblighi di motivazione<sup>8</sup>.

La nuova formulazione dell'art. 2, introdotta dalla Legge 350/2003, ha stravolto nella sostanza tale potere speciale, trasformandolo da "potere di gradimento" preventivo in "potere di opposizione", ancorato alla esistenza di un «*pregiudizio agli interessi vitali dello Stato*», necessariamente individuato in un provvedimento motivato, che il Ministero dell'Economia e delle finanze dovrebbe emettere per manifestare in maniera espressa la propria opposizione. Tale importante cambiamento, con il quale si prevedeva un

---

<sup>7</sup> Sul tema, B. LIBONATI, *La faticosa accelerazione delle privatizzazioni*, in *Giur. Comm.* 1995, I, 20 ss., il quale ha espresso non poche perplessità dal momento che non è del tutto certa la demarcazione tra diritti del socio a mero contenuto organizzativo e diritti a contenuto patrimoniale.

<sup>8</sup> A tal proposito, val la pena ricordare che in base al Decreto Legislativo 6/2003, è stata introdotta nel nostro ordinamento la possibilità di prevedere clausole di mero gradimento statutarie, a condizione però che la società o gli altri soci siano obbligati all'acquisto delle azioni ovvero che sia previsto il diritto di recesso dell'alienante.

controllo *ex post* da parte dell'esecutivo, del resto, appariva anche rispettoso delle statuizioni della Corte di Giustizia, più volte intervenuta sul punto (su tutte, rileva sentenza Commissione/Belgio del 4 giugno 2002).

Un'altra importante innovazione, introdotta dalla riforma, riguardava la possibilità per il cessionario delle partecipazioni di impugnare il provvedimento di esercizio del potere speciale di opposizione entro sessanta giorni innanzi al TAR del Lazio, attribuendo al diretto interessato la possibilità di far valere con immediatezza i propri presunti interessi in sede giurisdizionale. Non v'è alcun dubbio che il fulcro della nuova disciplina ruotasse essenzialmente intorno al significato che gli interpreti, ed in particolar modo il giudice amministrativo, hanno attribuito ed avrebbero attribuito alla locuzione "interessi vitali", sebbene debbano considerarsi tali quelli riscontrabili in maniera espressa ovvero implicita nella nostra Carta Costituzionale (si pensi, ad esempio, alla sicurezza dei cittadini, all'ordine pubblico, alla salute pubblica e alla difesa), peraltro già esplicitati nel D.P.C.M. 11 febbraio 2000. Tale provvedimento, in particolare, prevede la necessità di negare il gradimento governativo, qualora ci si trovi dinanzi ad acquisizioni azionarie che comportino consistenti pericoli di grave pregiudizio per vitali interessi dello Stato anche con riferimento alla autonomia o la sicurezza dei rifornimenti di materie prime e beni essenziali alla collettività, la continuità dei servizi pubblici essenziali alla collettività e la sicurezza dei relativi impianti e reti, lo sviluppo dei settori tecnologicamente avanzati.

L'art. 2, lett. b), D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con Legge 30 luglio 1994, n. 474, originariamente prevedeva la possibilità per il Governo di non "gradire" la conclusione di patti o accordi parasociali che riunissero almeno 5% del capitale con diritto di voto delle società privatizzate o privatizzande o la minore percentuale fissata dall'allora Ministero del Tesoro. Secondo tale impostazione originaria, tale potere speciale prevedeva che per "partecipazione rilevante" dovesse intendersi la partecipazione glo-

balmente considerata, indipendentemente dal numero e dai tempi degli atti di acquisto che vi avessero dato luogo<sup>9</sup>. Dubbi, altresì, sussistevano in ordine alla qualificazione giuridica da attribuire al gradimento, atteso che la norma da una parte parlava di «*condizione di validità*», dall'altra affermava che «*in caso di rifiuto di gradimento o di inutile decorso del termine gli accordi sono inefficaci*»<sup>10</sup>.

La formulazione che viene fuori dalla nuova normativa ha sciolto tali dubbi interpretativi, trasformando il gradimento in opposizione, individuando con precisione un rimedio giurisdizionale in capo ai soggetti interessati (vale a dire aderenti al patto parasociale) e cristallizzando il concetto di concreto pregiudizio agli interessi vitali dello Stato. In altri termini, il legislatore ha lasciato spazio ad un eventuale intervento da parte del Governo solo ed esclusivamente in ipotesi in grado di intaccare l'integrità della struttura sociale con concreta possibilità di nocimento per gli interessi nazionali vitali sottesi allo svolgimento di determinate attività economiche fondamentali. Per quel che riguarda l'applicabilità dell'istituto dell'invalidità ovvero dell'inefficacia, non pare possano sussistere dubbi sul fatto che la stessa norma prevede che i patti in essa contemplati siano validi ed efficaci sin dall'inizio - sia pur con le limitazioni all'esercizio di alcuni diritti nascenti dalla qualità di socio, limitate all'esiguo periodo di dieci giorni fissato dalla norma per l'esercizio del potere di opposizione in esame - e che siano sottoposti ad una condizione risolutiva espressa fissata *ex lege* e costituita dall'esercizio da parte del ministero competente del potere di opposizione.

Tra i poteri speciali previsti nel nostro ordinamento, non può essere negletto quello previsto dall'art. 2 del D.L. 31 maggio 1994, n. 332, conver-

---

<sup>9</sup> G. LOMBARDO, Golden share, in *op. cit.*, 9.

<sup>10</sup> Secondo B. LIBONATI, in *op. cit.*, 20, occorre definire il gradimento come condizione di validità affermando che il termine inefficace riferito all'accordo che non ha ricevuto il gradimento vada interpretato nel senso di privo di effetto perché invalido. In senso contrario, R. COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 88.

tito con Legge 30 Luglio 1994, n. 474, consistente nel diritto di veto in origine spettante all'allora Ministero del Tesoro e relativo all'adozione di alcune rilevanti delibere assembleari in grado, anche solo potenzialmente, di pregiudicare, ovvero turbare, il normale svolgimento dell'attività sociale delle società privatizzate individuate nello stesso articolo. Secondo tale norma, le delibere alle quali poteva essere applicato l'esercizio di tale potere erano quelle relative allo scioglimento della società, al trasferimento di azienda, a fusioni, a scissioni, al trasferimento della sede sociale all'estero, al cambiamento dell'oggetto sociale nonché alle modifiche statutarie, qualora avessero per effetto la soppressione ovvero la modificazione di alcuno dei poteri speciali di cui all'art. 2 (delibere che, secondo quanto previsto dalla Corte di Giustizia nella sentenza del 26 marzo 2009 al punto 61, potendo riguardare la sussistenza stessa di tali società, possono incidere segnatamente sulla continuità del servizio pubblico o il mantenimento dell'approvvigionamento nazionale minimo di beni essenziali per la collettività, i quali costituiscono interessi generali contemplati dal decreto del 2004). Non essendo prevista alcuna disposizione in ordine alla procedura da seguire per l'esercizio di tale potere di veto, si poteva ipotizzare che lo stesso dovesse essere formulato tempestivamente in sede assembleare<sup>11</sup>.

Le novità introdotte al riguardo dal legislatore con la Legge 350/2003 (che ha lasciato pressoché identici i casi in cui il potere di veto può essere esercitato) si sostanziano, soprattutto, nella previsione di un obbligo di motivazione in capo al Ministero dotato del potere di veto in esame, che si basi su pregiudizi concreti agli interessi vitali dello Stato, e nella

---

<sup>11</sup> Tale questione, in verità, non appare del tutto chiara atteso che la caratteristica principale della *golden share* italiana è proprio quella di non essere necessariamente collegata al possesso di una partecipazione nel capitale sociale. In tali casi, invero, appare quanto meno problematica la possibilità di esercitare il veto direttamente in sede assembleare. Sul tema, G. LOMBARDO, *Golden share*, in *op. cit.*, 9; J. SODI, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1996, 368 ss.

affermazione di un potere dei soci dissenzienti di rivolgersi all'autorità giurisdizionale amministrativa per impugnare il provvedimento di concreto esercizio del potere di veto. La scelta di lasciare immutate le ipotesi in cui esercitare il suddetto potere di veto trova la sua *ratio* nell'importanza di tali fattispecie, tutte caratterizzate dal fatto di produrre una modificazione essenziale dell'attività di impresa svolta dai soggetti privatizzati o comunque in grado di escludere in radice il potere di controllo governativo su determinati settori vitali. Dal punto di vista più strettamente procedurale, si stabilisce che il potere di veto può essere esercitato solo a seguito del positivo riscontro di due elementi connessi con l'operazione societaria oggetto di delibera: soppressione o modifica dei poteri speciali di cui all'art. 2 e concreto pregiudizio agli interessi vitali dello Stato (a condizione che quest'ultimo sia debitamente motivato).

Un altro potere speciale, previsto dall'art. 2, lett. d), D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con Legge 30 luglio 1994, n. 474, prevedeva il potere per il Governo di nominare almeno un amministratore o un numero di amministratori non superiore a un quarto dei membri del C.d.A. e un sindaco. Al riguardo, è stato affermato<sup>12</sup> che non era configurabile una norma speciale, atteso che il codice civile, agli artt. 2449 e 2450, prevedeva (e tuttora prevede) la facoltà per lo Stato o ente pubblico di nominare amministratori o sindaci in società con partecipazione pubblica, anche nel caso in cui tale partecipazione fosse totalmente dismessa. Tale norma è stata oggetto di una profonda innovazione con l'entrata in vigore della Legge 350/2003, la quale ha previsto che il potere di nomina sia limitato ad un solo amministratore, il quale, però, non dovrà essere provvisto di diritto di voto. Si assiste, invero, in ossequio al disegno del legislatore del 2003, ad un ridimensionamento del potere di ingerenza da parte dello Stato in tema di

---

<sup>12</sup> G. LOMBARDO, Golden share, in *op. cit.*, 10.

poteri speciali, con uno spostamento verso l'esterno della società privatizzata di tutte le valutazioni relative all'esistenza o meno di pregiudizi concreti ad interessi essenziali dello Stato e per un esplicito riferimento alla necessità nazionale di tutelare tali interessi.

La figura che ne emerge è quella di un membro del consiglio di amministrazione definibile "di controllo", con specifiche funzioni di osservare, vagliare ed eventualmente riferire in merito alle attività gestorie rilevanti previste o poste in essere dalla società. La differenza sostanziale tra tale figura e quella analoga prevista dalla disposizione di cui all'art. 2450 c.c. risiede nella privazione del diritto di voto in capo all'amministratore di nomina pubblica nelle società privatizzate.

La Legge 350/2003, oltre ad aver modificato l'art. 2 del D.L. 332/1994, ha provveduto a fissare una serie di criteri applicativi dei poteri speciali. Ed invero, il comma 228 dell'art. 4 ha precisato che il nuovo potere di opposizione di cui ai nuovi punti a) e b) dell'art. 2 del D.L. 332/1994, può essere esercitato con riferimento alla singola operazione, così evidenziando l'importanza dell'esercizio di tali poteri nell'ottica di una salvaguardia effettiva degli interessi vitali dello Stato.

Lo stesso comma, altresì, ha stabilito la possibilità per il soggetto pubblico di esercitare i suddetti poteri di opposizione anche nelle ipotesi in cui attraverso i singoli atti di acquisto si registri un incremento pari o superiore alla misura prevista, ma soprattutto ogniqualvolta «*sorga l'esigenza di tutelare sopravvenuti motivi imperiosi di interesse pubblico*», con motivato ed esplicito riferimento alla data di manifestazione di tali motivi. Ciò che sembra emergere è che tale ultimo caso sia da ricollegarsi ad ipotesi in cui i limiti quantitativi stabiliti dalle lettere a) e b) dell'art. 2, oggetto della presente indagine, non siano raggiunti e, tuttavia, vi sia comunque necessità di un intervento pubblico a tutela di interessi di vitale importanza per l'intera collettività nazionale. In linea di principio, si potrebbe pensare che tale ge-



nericità possa creare dei punti di attrito tra le norme di diritto nazionale e i dettami di diritto comunitario in materia di libertà fondamentali e, più in generale, di tutela della concorrenza. Pur tuttavia, non può dubitarsi che i limiti procedurali stabiliti nelle ipotesi specifiche di esercizio dei poteri speciali di cui alle lettere a) e b) siano applicabili anche a tale ipotesi più generica e residuale, di guisa che la paventata violazione del diritto comunitario può ritenersi altamente improbabile.

Altrettanto importante, sempre in tema di modalità procedurali, altresì, appare il disposto del comma 230 dell'art. 4 della Legge 350/2003, secondo il quale, con apposito adottando D.P.C.M. dovranno essere individuati i criteri di esercizio dei poteri speciali, «*limitando il loro utilizzo ai soli casi di pregiudizio degli interessi vitali dello Stato*». Tale dettato normativo è stato oggetto di critiche, atteso che il riferimento alla necessaria presenza di un pregiudizio agli interessi vitali dello Stato è già espressamente contenuto nelle disposizioni specifiche relative ai poteri speciali *sub* lettere a), b) e c) dell'art. 2 del D.L. 332/1994, oltre che nella clausola generale di cui al comma 228 dell'art. 4 della Legge 350/2003. L'interpretazione più plausibile è che, in tal modo, il legislatore abbia voluto imporre una modifica sostanziale della disciplina vigente in tema di poteri speciali, prevedendo che anche tutta la normativa di attuazione allo stato esistente sia modificata o del tutto eliminata, per improntare il quadro normativo attuativo principalmente, se non esclusivamente, al rispetto del fondamentale principio della tutela degli interessi vitali dello Stato. Appare indubbio che il riferimento sia al D.P.C.M. 11 febbraio 2000<sup>13</sup>, con il quale il Governo italiano ha cercato di ottemperare alle indicazioni provenienti dall'Unione Europea in materia di utilizzo di poteri speciali in società privatizzate o comunque in tema di *golden share*.

---

<sup>13</sup> Per un commento al sistema descritto A. SACCO GINEVRI, La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali, in *Giur. comm.*, 2005, I, 707 ss.

Ciò che sembra emergere dalla lettura della normativa sinora analizzata, cui dobbiamo aggiungere il D.P.C.M. 10 giugno 2004, è che il nostro legislatore sia riuscito nell'intento, da un lato, di conservare una piena vitalità alla figura dei "poteri speciali" e dall'altro di integrare la normativa preesistente sul tema con elementi in linea con le indicazioni sulla materia in questione stabilite nelle pronunce della Corte di Giustizia, precedenti a quella oggetto del presente commento.

Uno dei punti fermi dell'intero *corpus* normativo, infatti, resta il riferimento a determinati settori fondamentali della vita economico-sociale dello Stato, quali, ad esempio, quelli della difesa, delle fonti di energia, dei trasporti, delle telecomunicazioni, da intendersi quali obiettivi essenziali di una politica che, lungi dal prevedere un intervento governativo di tipo invasivo, appare tesa ad offrire un controllo "esterno" da rendere effettivo e concreto solo qualora sia necessario «*tutelare motivi imperiosi di interesse pubblico*» ovvero fronteggiare situazioni in cui si possa creare un «*concreto pregiudizio agli interessi dello Stato*». Una linea di tendenza che trova conferma anche nella evoluzione della disciplina che il nostro ordinamento ha dettato e sta dettando a proposito delle cosiddette "autorità di regolazione"<sup>14</sup>, configurabili attualmente come soggetti regolatori dei servizi pubblici soprattutto alla luce dei processi di privatizzazione avviati nel 1992.

Questo concetto di Stato regolatore trova la propria espressione in almeno due meccanismi protettivi, riconducibili, per l'appunto, per un verso alle autorità indipendenti di regolazione, per altro verso ai poteri speciali. Ed invero, mentre questi ultimi sono volti a consentire al Governo di intervenire (sia pure *ex post*) su determinate decisioni od operazioni societarie in

---

<sup>14</sup> Sul tema delle autorità amministrative indipendenti, cfr. *ex multis*, F. POLITI, *Regolamenti delle autorità amministrative indipendenti [voce aggiornata 2001]*, in *Enc. Treccani*, Roma, vol. XXVI; G.P. CIRILLO, *Appunti per una ricerca sulla natura giuridica delle autorità amministrative indipendenti*, in *Cons. Stato*, 2002, II, 71; F. MERUSI, *Giustizia amministrativa e autorità amministrative indipendenti*, in *Dir. amm.*, 2002, 181.

grado di mettere a repentaglio gli interessi vitali dello Stato sottesi allo svolgimento di servizi o attività economiche di interesse generale, al fine di congelarne gli effetti, le prime, invece, svolgono un'attività diretta a regolamentare lo svolgimento e la fruizione di determinati servizi di interesse generale al fine di promuovere la concorrenza all'interno dei settori economici ad essi relativi e di garantire all'utenza determinati *standards* qualitativi e di economicità.

Il provvedimento normativo, su cui la Corte di Giustizia è intervenuta con la sentenza *de qua*, è il D.P.C.M. 10 giugno 2004, sulla «*Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, di cui all'art. 2 del decreto legge 31 Maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, con legge 30 Luglio 1994, n. 474*», la cui analisi si impone in questa sede sia per avere un quadro completo della normativa italiana in materia, sia comprendere fino in fondo la portata della sentenza della Corte.

Orbene, il primo dei tre articoli di cui consta il provvedimento in esame si snoda in tre commi, relativi rispettivamente a «*finalità e criteri d'esercizio*», a «*eventi giustificanti l'utilizzo concreto dei poteri*» nonché a «*ulteriori termini e condizioni*» volti a precisare l'ambito di applicazione dei poteri speciali italiani. Il secondo articolo riguarda esclusivamente il potere di nomina di cui alla lett. d) dell'art. 2, della L. 474/1994, mentre il terzo riguarda alcuni aspetti procedurali.

La prima conseguenza di tale D.P.C.M. è l'avvenuta abrogazione, *alias* sostituzione, del D.P.C.M. 11 febbraio 2000, del quale riprende tutte le disposizioni, salvi alcuni cambiamenti. Nell'art. 1, infatti, si legge che «*i poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto legge n. 332 del 1994, sono esercitati esclusivamente ove ricorrano rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale*

*previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi, in primo luogo, del principio di non discriminazione». Rispetto al precedente D.P.C.M., manca ogni riferimento «all'obiettivo di salvaguardare vitali interessi dello Stato», in quanto, comunque, rinvenibile nelle disposizioni sostanziali della L. 350/2003. Non viene, inoltre, previsto l'obbligo di fissazione di limiti temporali per l'esercizio dei poteri speciali dal momento che l'inciso «anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali» conferma la possibilità che i poteri in oggetto non siano limitati nel tempo. La caratteristica più importante sembra essere il forte richiamo ai dettami dell'ordinamento comunitario, primo fra tutti quello contenuto nell'art. 86 del Trattato UE, considerato il pilastro in tema di compatibilità della necessaria tutela degli interessi sottesi allo svolgimento di attività economiche di interesse economico generale con il sistema sovranazionale di tutela delle libertà economiche e della concorrenza. A ciò aggiungasi che l'elenco di ipotesi di esercizio, previsto dal secondo comma dell'art. 1 del D.P.C.M. 10 giugno 2004, si riferisce solo ai poteri di cui alla lett. a), b) e c) dell'art. 2, comma 1, della Legge n. 474/1994. Al riguardo, va sottolineato come sia stata eliminata l'ipotesi di cui alla lett. a) dell'art. 2 del D.P.C.M. 11 febbraio 2000, nel quale si leggeva: «non è espresso il gradimento, se tale diniego costituisce misura adeguata ad evitare acquisizioni azionarie che non siano trasparenti e non assicurino la conoscenza della titolarità delle partecipazioni rilevanti ai fini del controllo della società, nonché degli obiettivi e dei programmi industriali dell'acquirente». Parimenti eliminata la circostanza sub lett. b) dell'art. 2 del D.P.C.M. 11 febbraio 2000, che stabiliva che: «non è espresso il gradimento ad acquisizioni azionarie che compromettano processi di liberalizzazione e apertura dei mercati, non siano coerenti con la scelta di privatizzazione della società ovvero determinino situazioni di conflitto di interessi atte a pregiudicare il perseguimento della missione af-*

*fidata alle società nel campo delle finalità di interesse pubblico*». Oltre all'eliminazione anche delle ipotesi previste dalla lett. c) (che prevedeva che il gradimento potesse essere negato a partecipazioni comportanti «oggettivi rischi di infiltrazioni criminali e di coinvolgimento delle società in attività illecite») e dalla lett. d) (tesa ad impedire acquisizioni azionarie che fossero «lesive della conservazione dei poteri speciali»), occorre, tuttavia, sottolineare il mantenimento di tutte le altre fattispecie descrittive di interessi vitali per lo Stato, alcune delle quali vengono individuate con maggiore chiarezza e precisione: interesse all'approvvigionamento minimo di prodotti petroliferi ed energetici, di materie prime e di beni essenziali, alla realizzazione, ad un livello minimo, di servizi di telecomunicazione e di trasporto; interesse alla continuità dei servizi pubblici, al perseguimento della missione affidata alla società, alla sicurezza degli impianti e delle reti, alla tutela della difesa nazionale, della sicurezza militare, dell'ordine pubblico, della sicurezza pubblica, interesse a fronteggiare le emergenze sanitarie.

In linea generale, la *ratio* che sembra emergere dalle disposizioni contenute nel suddetto provvedimento è la volontà di attribuire ai poteri speciali italiani una maggiore "duttilità" di applicazione, consentendo al soggetto pubblico competente di valutare caso per caso l'eventuale opportunità, *alias* necessità, di un esercizio condizionato.

3. Come già dianzi specificato, il tema dei poteri speciali in Italia non può essere inteso sino in fondo se non alla luce di quanto dettato dall'intero sistema normativo comunitario<sup>15</sup>. Ciò in quanto, la sentenza in commento ne è testimonianza, le normative nazionali degli Stati membri relative a processi di privatizzazione sostanziale e contenenti espliciti riferimenti a *golden share* o, comunque, posizioni di "privilegio" per l'azionista pubblico

---

<sup>15</sup> Sul punto, A. PERICU, *Il diritto comunitario favorisce davvero le privatizzazioni dei servizi pubblici?*, in *Dir. comm. internaz.*, 2001, 327; A. TOFFOLETTO, *Golden share: criteri e finalità per l'esercizio dei poteri speciali*, in *Dir. e pratica soc.*, 1999, 21.

o addirittura per soggetto pubblico a prescindere dalla effettiva partecipazione al capitale delle *ex* imprese pubbliche, possono presentare contrasti o, comunque, forme di incompatibilità con alcuni principi fondamentali dell'intero ordinamento comunitario<sup>16</sup>.

Il punto da cui prendere le mosse è costituito dalla Comunicazione della Commissione relativa ad alcuni aspetti giuridici attinenti agli investimenti intracomunitari (97/C 220/06), nella quale, dopo aver tracciato il quadro normativo di riferimento relativo alle disposizioni fondamentali del Trattato UE in tema di libertà di circolazione dei capitali<sup>17</sup> e di stabilimento<sup>18</sup>, si procede alla classificazione delle varie disposizioni legislative e regolamentari di alcuni Stati membri nel seguente modo: disposizioni a carattere discriminatorio e cioè applicabili esclusivamente agli investitori cittadini di un altro Stato membro dell'Unione Europea; disposizioni a carattere non discriminatorio che si applicano indistintamente ai cittadini di un determinato Stato membro dell'Unione Europea e ai cittadini degli altri Stati membri. Secondo la Corte, in particolare, ricadono nell'ambito di applica-

---

<sup>16</sup> Sul tema, cfr. E. BOSCOLO, *La golden shares di fronte al giudice comunitario* (Nota a Corte giust. Comunità europee, 4 giugno 2002, n. 503/99), in *Foro it.*, 2002, IV, 480; E. FRENI, *Golden share e principio di proporzionalità: quando il fine non giustifica i mezzi*, (Nota a Corte giust. Comunità europee, 4 giugno 2002, n. 483/99), in *Giorn. dir. amm.*, 2002, 1045; L. MARINI, *Golden share e diritto comunitario nelle recenti sentenze della Corte di Giustizia*, in *Dir. comm. internaz.*, 2002, 489 ss. Per un'analisi comparatistica, si rimanda a C. SAN MAURO, *Golden share, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003, 56 ss.

<sup>17</sup> S. DE VIDO, *La recente giurisprudenza comunitaria in materia di golden shares: violazione delle norme sulla libera circolazione dei capitali o sul diritto di stabilimento?*, in *Dir. comm. internaz.*, 2007, 861 ss.

<sup>18</sup> Sulla questione dell'esatta qualificazione della fattispecie dei poteri speciali in termini di violazione del diritto di stabilimento, piuttosto che del precetto di libera circolazione ci si limita a rilevare che la posizione della Corte è orientata dalla volontà di reprimere i retaggi protezionistici degli Stati nazionali estrinsecati dai poteri speciali. Infatti, è probabile che una valutazione di questi regimi alla luce del diritto di stabilimento avrebbe condotto la Corte a conclusioni di segno opposto rispetto a quelle raggiunte, nel senso della legittimità dei poteri speciali. Infatti, perché possa dirsi integrata una violazione della libera circolazione dei capitali è sufficiente che venga accertato un disincentivo all'investimento; la violazione del diritto di stabilimento, invece, richiede anche la ben più difficile prova della limitazione del potere di gestire la società, per di più causata da una normativa che ponga i cittadini di uno Stato membro in posizione peggiore rispetto a quelli dello Stato di stabilimento. Ove si ponga mente, tuttavia, agli effetti dei poteri speciali sugli investimenti diretti e sulla gestione della società, resta difficile negare un loro inquadramento nella fattispecie del diritto di stabilimento.

zione delle disposizioni in materia di libertà di stabilimento, quelle «... *che si applicano alla detenzione da parte di un cittadino di uno Stato membro, nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro, di una partecipazione tale da conferirgli una sicura influenza sulle decisioni di tale società e da consentirgli di indirizzarne l'attività*» (punto 34 della decisione in rassegna e, nello stesso senso, Corte giust. 23 ottobre 2007, causa C-112/05, punto 13, cit., e 13 aprile 2000, causa C-251/98). Si considerano, invece, rientranti, nell'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di libera circolazione dei capitali «*gli investimenti diretti, vale a dire gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati dalle persone fisiche o giuridiche ed effettuati allo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica. Tale obiettivo presuppone che le azioni detenute dall'azionista conferiscano a quest'ultimo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di tale società o al suo controllo*».

Per quel che riguarda il primo tipo di provvedimenti, la Commissione tende a ritenerli restrittivi della libertà di operare investimenti nell'ambito dell'Unione Europea e dunque contrari agli articoli 73B e 52 del Trattato UE, eccezion fatta per le specifiche deroghe ivi indicate, che, secondo un orientamento consolidato della Corte di Giustizia, devono essere intese in senso restrittivo senza alcun riferimento a considerazioni di carattere economico. Si ritiene, invero, che sebbene di regola le violazioni in materia di libertà di stabilimento integrino una violazione della libera circolazione di capitali, che è mera conseguenza della prima e non necessita di autonomo accertamento, è invece possibile che, come nel caso di specie, una normativa nazionale non sia destinata ad applicarsi esclusivamente alle partecipazioni che attribuiscano «*una sicura influenza delle decisioni di una società*» e che consentano «*di indirizzarne le attività*», ma si applichi, invece, «*indipendentemente dalla partecipazione detenuta da un azionista in*

*una società»* (punto 36 della sentenza *de qua*). Da ciò ne deriva che la normativa nazionale può rientrare sia nell'ambito di applicazione dell'art. 43, sia in quello dell'art. 56 del trattato CE. Nel caso di specie, la Corte ha rilevato l'ambivalenza della potenziale violazione nei (criteri previsti per l'esercizio dei) poteri previsti nelle lett. *a*) e *b*) dell'art. 2, l. 474/94, nelle ipotesi in cui «*la percentuale del 5 per cento dei diritti di voto [...] deve permettere agli interessati di partecipare effettivamente alla gestione di una determinata società, il che rientra nell'ambito di applicazione dell'art. 56 CE»* non essendo escluso, del resto, che, nelle società in cui l'azionariato è particolarmente diffuso, i detentori di tale percentuale abbiano «*il potere di esercitare una sicura influenza sulla gestione della società e indirizzarne l'attività»*.

A ciò aggiungasi che tali restrizioni dovranno necessariamente rispettare il criterio della proporzionalità, nel senso che la restrizione in causa deve costituire un provvedimento necessario per garantire la protezione degli obiettivi contemplati esplicitamente dalle suddette deroghe e che non debbano sussistere altri possibili provvedimenti che consentirebbero di raggiungere i medesimi obiettivi attraverso una minore restrizione della libertà fondamentale di cui trattasi. In particolare, secondo il principio di proporzionalità, le misure adottate devono essere «*idonee a garantire il perseguimento dello scopo perseguito e non vadano oltre quanto necessario per il suo raggiungimento»* (punto 42 della sentenza *de qua*), essendo, al contempo, necessario che «*il perseguimento di interessi pubblici, quali l'approvvigionamento minimo di risorse energetiche e di beni essenziali alla collettività, la continuità del servizio pubblico, la sicurezza degli impianti utilizzati nell'ambito dei servizi pubblici essenziali, la difesa nazionale, la tutela dell'ordine pubblico e della pubblica sicurezza nonché le emergenze sanitarie [...] può giustificare talune restrizioni all'esercizio delle libertà fondamentali»* (punto 45 della sentenza in epigrafe). In forza di tale princi-



pio, qualora, come nel caso di specie, sussista la totale mancanza di un nesso tra strumento ed obiettivo perseguito e i criteri di applicazione dei poteri speciali siano formulati «*in modo generico ed impreciso*» (così, al punto 52, la decisione in rassegna), detti poteri risultano caratterizzati da una arbitrarietà del tutto inconciliabile con le libertà fondamentali che sorreggono il mercato comune.

Rispetto ai provvedimenti non discriminatori, consistenti in diritti conferiti alle autorità nazionali in deroga ai principi cardine del diritto societario di porre un veto a determinate decisioni importanti dell'impresa o di nominare componenti degli organi amministrativi, la Commissione, richiamando gli orientamenti consolidati della Corte di Giustizia UE, stabilisce che tali provvedimenti nazionali, che possono ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato, devono soddisfare quattro condizioni: applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificati da motivi imperiosi di interesse generale, essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il conseguimento di questo. Partendo da questi principi fondamentali, la Commissione ha analizzato diversi regimi di *golden share* o di poteri speciali operanti nei singoli Stati membri anche attraverso le c.d. "peer reviews" ed ha avviato diverse procedure formali di infrazione nei confronti dei diversi Stati, tra cui anche l'Italia.

Gli organi comunitari inizialmente non espressero un giudizio positivo sulla normativa italiana in tema di *golden share*, contenuta nel D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con Legge 30 luglio 1994, n. 474, a tal punto che l'Italia è stata condannata dalla Corte di Giustizia UE con sentenza 23 maggio 2000, per violazione degli obblighi comunitari di cui agli artt. 43, 49 e 56 CE, per aver adottato gli artt. 1, n. 5 e 2 del suddetto decreto. In tale sentenza si legge che «*per quanto riguarda i poteri speciali attribuiti al Ministero del Tesoro in forza dell'articolo 2 del citato D.L. 332/1994, la*

*Commissione fa valere in sostanza che tali poteri, che possono ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato, devono soddisfare quattro condizioni, cioè devono applicarsi in modo non discriminatorio, devono essere giustificati da motivi imperativi di interesse generale, devono essere idonei a garantire il conseguimento dell'obiettivo perseguito e non devono andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo. Poiché non risultava da nessuna parte che queste condizioni fossero soddisfatte nella fattispecie e poiché questi poteri speciali conferiscono quindi alle autorità italiane un potenziale potere di discriminazione che può essere utilizzato in modo arbitrario, la Commissione ritiene che tali poteri speciali siano incompatibili con gli articoli 52 e 73B del Trattato».*

Alcuni commentatori<sup>19</sup> rilevarono, in relazione a tale ultima decisione, che la Corte non aveva statuito un'assoluta inutilizzabilità dell'istituto della *golden share*, ma espresso le proprie "perplexità" esclusivamente con riguardo alle modalità attraverso le quali tale strumento veniva utilizzato, sottolineando che l'uso del medesimo doveva fondarsi su criteri oggettivi e trasparenti e che il richiamo al concetto di interesse nazionale, come limite agli investimenti stranieri, fosse da ritenersi non sempre e *tout court* condivisibile e, pertanto, alla stregua di un criterio discrezionale non trasparente ed in grado di realizzare ingiustificate discriminazioni contro gli investitori esteri.

Ferma restando la particolare incisività dei poteri speciali italiani, sì come originariamente individuati dalla Legge 474/1994, val la pena svolgere, in questa sede, alcune considerazioni in ordine alle statuizioni contenute nella succitata sentenza della Corte di Giustizia (Corte di Giustizia UE, 23 maggio 2000). In particolare, non sembra che la Corte abbia inteso valutare tali poteri anche nell'ottica "interna" e non solo in raffronto con il sistema

---

<sup>19</sup> Cfr. E. FRENI, in *op. cit.*, 1147.

normativo comunitario; ed invero, sarebbe stato assai più proficuo affrontare il principio di non discriminazione tenendo conto che la tutela degli interessi vitali, sottesi alle norme in oggetto, doveva essere considerata come tutela di interessi nazionali essenziali in generale, senza riferimento alcuno a profili di nazionalità dei potenziali soggetti sia pur solo in ipotesi danneggiati da detti provvedimenti. In ciò la Corte avrebbe dovuto prendere in considerazione anche altre disposizioni del Trattato, tra le quali, soprattutto, l'art. 86 (*ex art. 90*)<sup>20</sup>. I giudici di Strasburgo, inoltre, condannando lo Stato italiano, non hanno tenuto in considerazione il D.P.C.M. adottato dal Governo in data 11 febbraio 2000 (atteso che era ormai scaduto il termine stabilito nel parere motivato, fissato per il 10 agosto 1998), con il quale si modificavano alcuni aspetti sostanziali relativamente all'esercizio dei poteri speciali. Tale provvedimento effettuava (parimenti a quanto attualmente risulta confermato nel D.P.C.M. 10 giugno 2004) un esplicito riferimento alle finalità dei poteri speciali di cui al D.L. 31 maggio 1994, n. 332, convertito con Legge 30 luglio 1994, n. 474 ed ai criteri di esercizio degli stessi. L'art. 1 del D.P.C.M., in adesione ai dettami comunitari, stabilisce che i poteri speciali in oggetto sono volti a salvaguardare interessi vitali dello Stato, rispondendo ad esigenze imprescindibili di interesse generale, con un esplicito riferimento a valori interni fondamentali quali l'ordine pubblico, la sicurezza pubblica, la sanità e la difesa ed in ogni caso nel rispetto dei principi fondamentali dell'ordinamento interno e comunitario ed in coerenza con gli obiettivi in materia di privatizzazioni e di promozione della concorrenza e del mercato. Per quel che riguarda i criteri di esercizio, l'art. 2 ha precisato

---

<sup>20</sup> Nonostante tale posizione della Corte, a conferma dell'importanza del vaglio comunitario in materia di *golden shares* o comunque di poteri speciali, qualche autore, in particolare H. FLEISCHER, in *Common Market Law Review*, 40, 2003, 493 ss., ha costruito il concetto di *golden share* virtuosa e conforme al diritto comunitario, caratterizzata dai seguenti elementi: esistenza di un testo normativo preciso; un sistema di controllo statale successivo e non di autorizzazione preventiva; termini di tempo precisi per esporre l'opposizione; obbligo di motivare l'interferenza dello Stato; controllo giurisdizionale effettivo.

che i poteri speciali debbano essere esercitati nel rispetto dei principi di proporzionalità, idoneità e non discriminazione, aggiungendo anche la possibilità di negare il gradimento alle acquisizioni che non risultino coerenti con la scelta di privatizzazione della singola società, purché ciò sia dettato comunque dall'esigenza di tutelare i predetti interessi vitali.

Orbene, la potenziale applicabilità dell'art. 86 del Trattato, trascurato dalla Corte nelle proprie pronunce, appare tutt'altro che improbabile, quanto meno nei suoi connotati derogatori, atteso che, ponendo come base del ragionamento la normativa italiana in tema di poteri speciali, sono ravvisabili tutti gli elementi, quali, ad esempio, il formale incarico pubblico per la gestione di determinati servizi di interesse economico generale e sussistenza di provvedimenti normativi interni volti a garantire l'adempimento in linea di diritto e di fatto della missione affidata. A ciò aggiungasi, del resto, che la stessa Corte, nella sentenza Commissione/Spagna del 13 maggio 2003, al punto 82, ha affermato che l'art. 86 «*mira a contemperare l'interesse degli Stati membri ad utilizzare determinate imprese, segnatamente del settore pubblico, come strumento di politica economica o sociale, con l'interesse della Comunità all'osservanza delle regole di concorrenza e al mantenimento dell'unità del mercato comune*». In altri termini, secondo la Corte, il singolo Stato membro dovrà dimostrare che in assenza di detti provvedimenti normativi interni (*alias* norme relative ai poteri speciali) «*risulterebbe pregiudicato l'assolvimento, in condizioni economicamente accettabili, delle funzioni di interesse economico generale*» oggetto dell'affidamento. Un ruolo centrale è assunto proprio dal concetto di servizi di interesse economico generale che la Corte considera riconducibile a quella di «*servizi di natura economica che, in virtù di un criterio di interesse generale, gli Stati membri assoggettano a specifici obblighi di servizio pubblico*», in cui risulta che oltre alla componente economica è necessario ricorra anche la componente essenziale dei cosiddetti «*obblighi di servizio pubblico*», quali la

prestazione dei cosiddetti servizi universali, la continuità, la qualità del servizio, l'accessibilità delle tariffe, la tutela degli utenti, la sicurezza in generale e la sicurezza degli approvvigionamenti. Nel caso dei poteri speciali italiani, senza alcun dubbio riferiti a settori di mercato in cui sono prestati servizi di interesse economico generale, ogni valutazione di compatibilità degli stessi con l'ordinamento comunitario alla luce dell'art. 86, comma 2, del Trattato UE deve necessariamente passare anche dalla esigenza di soddisfare i predetti obblighi di servizio pubblico, sottesa alle norme di cui al nuovo articolo 2 del D.L. 332/1994 e alle altre norme di cui all'articolo 4 della Legge 350/2003, oltre che alle disposizioni contenute nel D.P.C.M. 11 febbraio 2000 ed attualmente nel D.P.C.M. 10 giugno 2004.

Ciò che occorre precisare è che la previsione di determinati poteri speciali in capo al Governo, attivabili solo in presenza di esigenza di tutela di interessi vitali dello Stato, è dettata anche nell'ottica di consentire che gli obblighi di servizio pubblico siano effettivamente rispettati. Una simile impostazione è di notevole importanza, ritenendo possibile che le normative nazionali in tema di poteri speciali possano essere considerate comunque compatibili con l'ordinamento comunitario proprio in virtù dell'applicazione della deroga prevista dall'articolo 86, comma 2, del Trattato UE, sebbene considerate, in ipotesi, in contrasto con altre disposizioni del Trattato, quali, ad esempio, quelle in tema di circolazione dei capitali. L'articolo 86, comma 2, del Trattato, infatti, si esprime in termini di “*non ostacolo*” all'adempimento della missione affidata alle imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale. Tale soluzione, del resto, trova conferma anche nelle posizioni della stessa Commissione<sup>21</sup>,

---

<sup>21</sup> Sempre in tale direzione, anche la Risoluzione del Parlamento Europeo sul Libro Verde sui servizi di interesse economico generale (COM (2003) 270 – 2003/2152 (INI)): «*i servizi di interesse generale devono garantire ai cittadini la parità di accesso e di trattamento, la sicurezza di approvvigionamento, la continuità e un grado elevato di qualità a prezzi accessibili o, se la situazione sociale lo richiede, gratuitamente*». «*L'aspetto decisivo non è chi sia il soggetto che fornisce i servizi di interesse generale, bensì il fatto che siano rispettati i parametri di qualità e l'equilibrio*

secondo la quale «i cittadini europei si aspettano di ricevere servizi di qualità a prezzi accessibili» e che «sono quindi gli utenti e le loro necessità ad essere al centro dell'azione pubblica in questo settore. La Comunità tutela gli obiettivi di interesse generale e la missione del servizio pubblico»<sup>22</sup>. Obiettivi, questi ultimi, che non possono non coincidere con gli obiettivi della sicurezza, dell'ordine pubblico, della sanità e della difesa. In altri termini, determinate attività economiche, anche se condotte direttamente dallo Stato, recano con sé una valenza sociale assolutamente rilevante da tutelare in maniera congrua ed effettiva. Segnali, in tal senso, giungono anche dal Parlamento Europeo, il quale ha ribadito che «l'importanza fondamentale del principio di sussidiarietà, a norma del quale le autorità competenti degli Stati membri possono operare la loro scelta in materia di missioni, organizzazione e modalità di finanziamento dei servizi di interesse generale e dei servizi di interesse economico generale», sottolineando «che una direttiva non può stabilire una definizione europea uniforme dei servizi di

*interesse generale, poiché la loro definizione e strutturazione deve restare di competenza esclusiva degli Stati membri e delle loro suddivisioni costituzionalmente riconosciute*»<sup>23</sup>. Lo stesso Parlamento ha, altresì, affermato che il compito a livello comunitario per quanto riguarda i servizi di interesse generale consiste nel garantire il loro esercizio nell'ambito del mercato interno e, in particolare, assicurare che le norme di concorrenza siano compatibili con gli obblighi di servizio pubblico<sup>24</sup>.

A margine di questa sommaria ricostruzione del tema, sembra necessario aggiungere una modesta considerazione personale.

---

sociale e che la sicurezza dell'approvvigionamento e la continuità divengano criteri per la fornitura del servizio».

<sup>22</sup> Comunicazione della Commissione, *I servizi di interesse generale in Europa*, 2001/C 17/04, sezione 2, punto 8.

<sup>23</sup> Risoluzione del Parlamento Europeo sul Libro Verde sui servizi di interesse economico generale (COM (2003) 270 – 2003/2152 (INI)), punto 18.

<sup>24</sup> Risoluzione del Parlamento Europeo sul Libro Verde sui servizi di interesse economico generale (COM (2003) 270 – 2003/2152 (INI)), punto 19.

Ed invero, ciò che sembra sfuggire al Giudice europeo è l'evidente sproporzione tra la situazione esistente in Stati in cui la proprietà delle *public utilities* risulta essere saldamente in mano pubblica, né risultano esserci in corso processi di concorrenza "nel mercato" o "per il mercato" e la censura della sentenza in esame, rivolta ad uno Stato che, pur nelle difficoltà e nella contraddizione, ha sviluppato processi di privatizzazione e liberalizzazione e che, attraverso l'istituto della *golden share* tende a mantenere una forma di controllo strategico-residuale nelle mani del Governo a fronte di eventuali interventi di modifica degli assetti proprietari delle *public utilities* potenzialmente in grado di ledere gli interessi generali dei cittadini.

Appare, pertanto, assolutamente condivisibile la precisazione della Commissione (di cui al punto 17 della sentenza oggetto del presente commento), secondo la quale non sussiste alcun nesso causale tra, da un lato, la necessità di assicurare l'approvvigionamento energetico nonché la fornitura dei pubblici servizi e, dall'altro, il controllo dell'azionariato e della gestione di un'impresa.

Né può sostenersi che la Corte di Giustizia abbia inferto un colpo di scure all'intero sistema della *golden share*, sì come disciplinato nel nostro ordinamento, dal momento che le censure contenute nella sentenza del marzo 2009 sono limitate al disposto dell'art. 1, comma 2 del Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 10 giugno 2004, non investendo l'istituto della *golden share* previsto e disciplinato dal decreto legge n. 332/1994. In particolare, infatti, gran parte delle censure mosse dalla Commissione riguardano la presunta illegittimità dei poteri speciali, il cui regime è previsto nel decreto legge n. 332/94. Al contrario, l'inadempimento oggetto del ricorso verte unicamente sul decreto del 2004, con la conseguenza che l'affermata illegittimità del regime dei poteri speciali di cui al decreto n. 332/94, non rientrerebbe nella questione sottoposta alla Corte.

Ciò vale soprattutto per le censure relative ai limiti imposti

dall'ordinamento italiano all'acquisizione di azioni nelle società considerate, censure relative essenzialmente alla proprietà delle azioni, *alias* alla struttura di tali società.

*Cesare San Mauro*

Associato di Diritto dell'economia  
nell'Università del Salento



*LA SENTENZA DELLA CORTE DI GIUSTIZIA 26 MARZO 2009 (CAUSA C-326/07): PROBLEMATICHE RILEVANTI E IMPLICAZIONI DE JURE CON-DENDO.*

1. La sentenza del 26 marzo 2009 (causa C-326/07) si colloca in un consolidato alveo interpretativo della Corte di Giustizia, in tema di compatibilità comunitaria delle norme degli Stati membri in tema di gestione dei servizi pubblici essenziali.

In particolare, la pronuncia *de qua* si occupa dei poteri speciali (cd. “golden share”) riservati alle Autorità nazionali nell’esercizio di tali servizi, opportunamente definiti dai commentatori come “*strumenti che, attraverso poteri di nomina, di veto all’acquisizione di partecipazioni rilevanti e di vincoli statutari, consentono allo Stato di intervenire a tutela di interessi generali su alcune decisioni strategiche delle società privatizzate*”<sup>1</sup>.

Come accennato, la Corte di Giustizia si è spesso trovata a verificare la compatibilità delle disposizioni nazionali restrittive della libera circolazione dei capitali – tra cui l’attribuzione dei citati poteri speciali –, adottate in nome di superiori “ragioni di interesse generale”, con la normativa e i principi dell’ordinamento comunitario, prevalentemente concludendo con pronunce di condanna per inadempimento *ex* articolo 226 CE<sup>2</sup>. Il parametro

---

<sup>1</sup> E. FRENI, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, Giornale di diritto amministrativo, n. 2 del 2007, p. 145 e ss.gg.

<sup>2</sup> Per approfondimenti, si vedano il già citato E. FRENI, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, Giornale di diritto amministrativo, n. 2 del 2007, p. 145 e ss.gg.; I. DEMURO, “*La necessaria oggettività per l’esercizio dei poteri previsti dalla golden share*”, in *Giurisprudenza commerciale* n. 4 del 2009, p. 640 e ss.gg.; F. SANTONASO, “*saga della “golden share” tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*” in *Giurisprudenza commerciale* n. 3 del 2007; G. BARZAZI, “*La forza espansiva dei principi affermati dalla giurisprudenza comunitaria in tema di golden share (riflessioni a margine delle sentenze della Corte di Giustizia relative alla vicenda Volkswagen e A.E.M. Milano)*, nonché la copiosa giurisprudenza della Corte di Giustizia, tra cui si segnala soprattutto Commissione c. Spagna C-463/00, Commissione c. Francia C-483/99, Commissione c. Paesi Bassi C-282/04 e C-283/04).

utilizzato<sup>3</sup> dai giudici europei per verificare la suddetta compatibilità è stato il *principio di proporzionalità*, volto a stabilire l'idoneità delle misure restrittive nazionali alla tutela dell'interesse generale e a determinare che le medesime non fossero sproporzionate rispetto agli obiettivi da raggiungere<sup>4</sup>.

Ciò premesso, appare opportuno richiamare preliminarmente il documento della Commissione del 22 luglio 2005<sup>5</sup> in materia di “poteri speciali”. Nel documento è stata fornita la definizione dei suddetti poteri e una breve descrizione delle misure solitamente adottate dagli Stati membri; da esso emerge altresì un'inclinazione chiaramente restrittiva degli organi Comunitari nei confronti di tali misure, cui viene preferita – e anche suggerita – una più dettagliata regolamentazione dei settori interessati<sup>6</sup>. Accanto all'esposizione del quadro di principi e regole comunitarie in cui tali misure assumono rilevanza, il *paper* della Commissione assume importanza per l'esposizione ragionata dei criteri di giudizio utilizzati di volta in volta per verificare la compatibilità degli *special rights* con il diritto comunitario.

La Commissione<sup>7</sup> ha ricordato infatti che la giurisprudenza comunitaria consente di individuare alcuni criteri, costantemente utilizzati dalla Corte di Giustizia per valutare la compatibilità comunitaria delle norme in tema di *golden share*, incentrati sui principi di *non discriminazione*, perseguimento di *interesse generale* e *proporzionalità*. Esse infatti:

- devono essere applicate in modo non discriminatorio;
- devono essere giustificate da requisiti imperativi, nell'interesse

---

<sup>3</sup> Si veda alla nota 1, *ibidem*.

<sup>4</sup> Si vedano le sentenze già citate alla nota n. 2, nonché Commissione c. Belgio C-503/99.

<sup>5</sup> Commissione UE, “*Special rights in privatised companies in the enlarged Union—a decade full of developments*”, documento del 22 luglio 2005, reperibile all'indirizzo *internet* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/capital/docs/privcompanies\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/capital/docs/privcompanies_en.pdf).

<sup>6</sup> Commissione UE, documento citato alla nota 4, p. 4: “the report points to a diminishing role for special rights in the EU, with most Member States having achieved marked progress in relinquishing this practice. Given the substantial progress in the regulatory framework most Member States address nowadays an increasing proportion of their general interest considerations through regulation rather than through special rights”.

<sup>7</sup> Commissione UE, doc. cit., paragrafo 1.3.2., *Landmark rulings by the European Court of Justice*.

generale;

- devono essere idonee ad assicurare il raggiungimento dell’obiettivo perseguito;
- non devono andare oltre l’obiettivo da esse perseguito.

Si è dunque rilevato come la Corte non abbia del tutto escluso l’utilizzo delle *golden shares*, ma abbia comunque determinato dei requisiti severi per il loro utilizzo stabilendo, tra l’altro, che:

- i poteri speciali non possono essere usati per coadiuvare la *performance* economica;
- i poteri speciali possono essere previsti solo come risposta a motivi preminenti di interesse generale, non devono essere indebitamente restrittivi ed essere sufficientemente dotati di certezze legali.

2. Nel caso di specie, la Corte ha esaminato la compatibilità con le norme e i principi dell’ordinamento comunitario – rapportandola, come si vedrà in seguito, agli articoli 43 e 56 del Trattato - della normativa italiana contenuta nel decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 10 giugno 2004, in materia di esercizio di “poteri speciali” da parte del Ministero dell’economia e delle finanze nelle società privatizzate operanti nel settore dei servizi pubblici essenziali.

Il decreto legge 31 maggio 1994, n. 332 (convertito dalla l. 474 del 1994 e successivamente modificato dalla legge finanziaria 2005, l. 24 dicembre 2003, n. 350), nel disciplinare le procedure di dismissione di partecipazioni statali e pubbliche in società per azioni, ha imposto l’individuazione di alcune società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato e operanti in settori strategici (difesa, trasporti, telecomunicazioni, fonti di energia e altri pubblici servizi) nei cui statuti, prima di ogni atto che determini la perdita del controllo, è fatto obbligo di introdurre una

clausola attributiva al Ministro dell'economia e delle finanze di uno o più “poteri speciali”.

L'articolo 2 del decreto legge n. 332/1994 elenca dettagliatamente tali poteri (comma 1, lett. *a-d*)), che in linea generale consistono:

a) nell'opposizione all'assunzione di partecipazioni rilevanti, ovvero che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze;

b) nell'opposizione alla conclusione di patti o accordi tra azionisti che rappresentino almeno il 5% dei diritti di voto o la percentuale minore fissata dal Ministro dell'Economia e delle Finanze;

c) nel veto all'adozione di alcune delibere attinenti alla vita societaria: scioglimento, trasferimento d'azienda, fusione, scissione, trasferimento della sede sociale all'estero, cambiamento dell'oggetto sociale, modifica dello statuto tale da sopprimere o modificare i poteri speciali;

d) nella nomina di un amministratore senza diritto di voto.

La legge ha demandato (art. 4, comma 230, della legge finanziaria n. 350/2003) ad apposito DPCM l'individuazione dei criteri di esercizio dei poteri speciali, disponendo esplicitamente che il loro utilizzo sia limitato ai soli casi di pregiudizio agli interessi vitali dello Stato.

Il decreto del 2004 (art. 1, commi 1 e 2) ha previsto che l'esercizio dei poteri speciali avvenga esclusivamente in presenza di rilevanti e imprescindibili motivi di interesse generale, in particolare con riferimento all'ordine pubblico, alla sicurezza pubblica, alla sanità pubblica e alla difesa, in forma e misura idonee e proporzionali alla tutela di detti interessi, anche mediante l'eventuale previsione di opportuni limiti temporali, fermo restando il rispetto dei principi dell'ordinamento interno e comunitario, e tra questi in primo luogo del principio di non discriminazione.

In particolare, i poteri speciali sono esercitati in relazione al verificarsi di alcune circostanze: a) grave ed effettivo pericolo di una carenza di

approvvigionamento nazionale minimo di prodotti petroliferi ed energetici, nonché di erogazione dei servizi connessi e conseguenti e, in generale, di materie prime e di beni essenziali alla collettività, nonché di un livello minimo di servizi di telecomunicazione e di trasporto; b) grave ed effettivo pericolo in merito alla continuità di svolgimento degli obblighi verso la collettività nell'ambito dell'esercizio di un servizio pubblico, nonché al perseguimento della missione affidata alla società nel campo delle finalità di interesse pubblico; c) grave ed effettivo pericolo per la sicurezza degli impianti e delle reti nei pubblici servizi essenziali; d) grave ed effettivo pericolo per la difesa nazionale, la sicurezza militare, l'ordine pubblico e la sicurezza pubblica; e) emergenze sanitarie.

3. Merita attenzione, al fine di esaminare i profili rilevanti della sentenza annotata, la problematica relativa alla determinazione dell'oggetto del giudizio, in quanto attinente non solo al profilo formal-processualistico, quanto soprattutto incidente sull'aspetto sostanziale della pronuncia *de qua*, foriero di considerazioni anche *de jure condendo* (per le quali si rimanda al successivo paragrafo 6).

Prima di analizzare la compatibilità delle norme interne con le disposizioni comunitarie, la Corte affronta infatti la questione relativa alla determinazione dell'oggetto del giudizio, respingendo le lamentele della Repubblica italiana in ordine al presunto indebito ampliamento da parte della Commissione. Pur ammettendo, infatti, che la Commissione “*sviluppa argomenti critici riguardo ai poteri speciali posti in essere dal decreto legge n. 332/1994*”, la Corte non li rimette in questione, contestando dunque solo i criteri che consentono il loro esercizio: “*poiché l'asserito inadempimento riguarda solo i criteri definiti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, occorre statuire unicamente sulla conformità di questa disposizione con il*

*diritto comunitario*”<sup>8</sup>.

Conseguentemente, viene respinta l’eccezione di irricevibilità sollevata dalla Repubblica italiana; a sostegno di tale determinazione, la Corte adduce il consolidato principio di determinazione dell’oggetto del giudizio in fase precontenziosa, ribadendo che esso è “*circoscritto dal parere motivato e dal ricorso*”<sup>9</sup>.

I giudici europei di conseguenza considerano oggetto delle censure le sole norme contenute nel DPCM del 2004, ovverosia le disposizioni secondarie che individuano i criteri di esercizio dei poteri speciali, e non i poteri speciali medesimi; in questa sede, dunque, la Corte di Giustizia non solleva rimostranze in ordine al contenuto sostanziale dei “poteri speciali” attribuiti alle autorità nazionali, nonostante le perplessità sollevate altresì dall’avvocato generale Colomer nelle sue conclusioni<sup>10</sup>.

4. Come già puntualmente rilevato dai commentatori<sup>11</sup>, sebbene la questione della compatibilità comunitaria delle norme in esame sia stata impostata in modo diverso dall’avvocato generale Colomer e dalla Corte, essi pervengono tuttavia ad un risultato sostanzialmente analogo.

In linea generale, i giudici comunitari sostengono che

<sup>8</sup> Punti 30 e 31 della decisione *de qua*.

<sup>9</sup> Così la Corte si è espressa nella sentenza 24 giugno 2004, causa C-350/02, Commissione/Paesi Bassi, Racc. pag. I-6213, punto 20, nella quale ricorda che “*il parere motivato della Commissione ed il ricorso devono essere basati sui medesimi motivi e mezzi, di modo che la Corte non può esaminare una censura che non sia stata sollevata nel parere motivato (v. sentenza 11 maggio 1989, causa 76/86, Commissione/Germania, Racc. pag.1021, punto 8), il quale deve contenere un’esposizione coerente e particolareggiata delle ragioni che hanno indotto la Commissione al convincimento che lo Stato membro interessato sia venuto meno ad un obbligo ad esso incombente in forza del Trattato (v., in particolare, sentenze 15 gennaio 2002, Commissione/Italia, punto 12, e 20 giugno 2002, Commissione/Germania, punto 19)*”.

<sup>10</sup> Al punto 33 delle sue conclusioni, l’avvocato generale Colomer, si afferma la sussistenza di “*dubbi sulla legittimità dei poteri speciali di cui al decreto n. 332 alla luce delle disposizioni del Trattato sulla libera circolazione*”, e tuttavia denuncia le “*caratteristiche singolari della procedura per inadempimento*”, le quali vietano alla Corte di giustizia di esaminare d’ufficio tale compatibilità, giacché, così facendo, si pronuncerebbe “*ultra petita*”.

<sup>11</sup> M. COLANGELO, “*Golden share*”, *diritto comunitario e i mercanti di Venezia (Nota a Corte Giust. 26 marzo 2009, causa C-326-09)* su Il foro italiano, 4., 226, anno 2009.

l'inadempimento denunciato dalla Commissione rilevi sia alla luce dell'articolo 43 CE, relativo alla libertà di stabilimento, sia alla luce dell'articolo 56 CE, concernente la libera circolazione dei capitali. Essi procedono tuttavia ad un'analisi opportunamente differenziata delle diverse tipologie di "poteri speciali" attribuite alle autorità italiane in rapporto a ciascuna delle due norme citate. A soccorso di tale operazione ermeneutica, viene richiamato il consolidato orientamento secondo cui si deve "*prendere in considerazione l'oggetto della normativa in questione*", ovvero analizzare i rapporti norme interne – norme comunitarie alla luce della materia di volta in volta trattata.

Conseguentemente, ricadono nell'ambito della libertà di stabilimento *ex* articolo 43 CE "*quelle disposizioni nazionali che si applicano alla detenzione da parte di un cittadino di uno Stato membro, nel capitale di una società stabilita in un altro Stato membro, di una partecipazione tale da conferirgli una sicura influenza sulle decisioni di tale società e da consentirgli di indirizzarne le attività*"<sup>12</sup>. Dall'altro lato, i giudici comunitari reputano che le norme relative agli investimenti diretti, ossia "*gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati dalle persone fisiche o giuridiche [...] aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica*" siano invece da valutare con riguardo alle norme di cui all'art. 56 CE, ovvero col principio della libera circolazione dei capitali (punto 35 della decisione annotata).

Di conseguenza, la normativa nazionale inerente non solo alle partecipazioni di controllo, ma che sia applicabile indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta, secondo la Corte "*può rientrare nell'ambito*

---

<sup>12</sup> Punto 34 della decisione annotata. La Corte richiama in proposito le sentenze 13 aprile 2000, causa C-251/98, Baars, Racc. pag. I-2787, punto 22, e 23 ottobre 2007, causa C-112/05, Commissione/Germania, Racc. pag. I-8995, punto 13.

*di applicazione sia dell'art. 43 CE, sia dell'art. 56 CE*". Sulla scorta di tale argomentazione, i giudici europei dichiarano (punto 37 della sentenza) che *"va operata una distinzione a seconda che i criteri siano applicati ai poteri di opposizione dello Stato all'acquisizione di partecipazioni e alla conclusione di patti tra azionisti che rappresentino una determinata percentuale dei diritti di voto o al potere di porre un veto a talune decisioni della società"*.

La decisione dei giudici comunitari sull'inadempimento dell'Italia viene dunque condotta sul filo di tali argomentazioni.

Di diverso avviso è l'avvocato generale<sup>13</sup>, che considera la libertà di stabilimento il *"settore naturale e idoneo"* di valutazione delle disposizioni in materia di *golden share*, adducendo a sostegno delle proprie tesi che *"lo Stato membro in questione aspira abitualmente a controllare, utilizzando poteri d'intervento nella formazione della struttura dell'azionariato, la formazione della volontà sociale degli enti privatizzati (incidendo sulla composizione dell'assetto azionario o sugli atti concreti di amministrazione), aspetto che ha poco a che vedere con la libera circolazione dei capitali"* (punto 44 delle conclusioni dell'avvocato generale) e riconoscendo all'eventuale ostacolo alla libera circolazione dei capitali *"natura sussidiaria e non necessaria"*.

5. Coerentemente alle premesse esposte, i giudici comunitari analizzano disgiuntamente i criteri per l'esercizio dei poteri di opposizione all'assunzione di partecipazioni rilevanti e alla conclusione di patti parasociali tra azionisti in possesso di partecipazioni rilevanti (di cui al citato art. 2, comma 1, lett. *a*) e *b*), del decreto legge n. 332/1994), e l'esercizio del potere di veto all'adozione di alcune delibere attinenti alla vita societaria

---

<sup>13</sup> Conclusioni dell'avvocato generale Dàmaso Ruiz-Jarabo Colomer, nella causa C-326/07 in esame, presentate il 6 novembre 2008.



(articolo 2, comma 1, lett. c), del decreto legge n. 332/1994).

La Corte sostiene che le disposizioni italiane recanti le modalità di esercizio dei poteri speciali di opposizione sia incompatibile con il citato articolo 56 CE in quanto non rispettose del principio di proporzionalità. Essa censura dunque (punto 52 della decisione), la formulazione “*generica ed imprecisa*” dei criteri di esercizio dei poteri speciali, nonché “*l’assenza di un nesso tra tali criteri e i poteri speciali ai quali si riferiscono*”, foriera di “*incertezza in ordine alle circostanze in cui i medesimi possono essere esercitati*” e tale da conferire “*carattere discrezionale a detti poteri tenuto conto del potere discrezionale di cui dispongono le autorità nazionali per il loro esercizio; siffatto potere discrezionale è sproporzionato rispetto agli obiettivi perseguiti*”.

Né vale a sanare il vizio la “*mera enunciazione nella normativa nazionale secondo cui i poteri speciali devono essere esercitati soltanto in conformità con il diritto comunitario*” - in ossequio al costante orientamento della Corte che consente all’aspetto sostanziale delle disposizioni esaminate rispetto alla loro natura formale – né la sottoposizione dell’esercizio di tali poteri al controllo del giudice nazionale.

Analogamente, la normativa italiana del 2004 risulta sproporzionata rispetto ai propri obiettivi anche ove reca i criteri di esercizio del potere “speciale” di veto in ordine ad alcune delibere assembleari afferenti alla vita della società; sono anche considerate imprecise le circostanze in cui tale potere può essere esercitato.

L’operazione ermeneutica compiuta dalla Corte è stata criticata sia sotto il profilo opportunistico (essa pare intervenire sugli *effetti* e non sulle *cause strutturali*<sup>14</sup> del problema dell’intervento pubblico nell’economia, ovvero della disciplina uniforme della *golden share*) sia sotto il profilo stret-

---

<sup>14</sup> M. COLANGELO, *ibidem*, p. 227.

tamente tecnico<sup>15</sup>, in quanto si è censurata la genericità della argomentazioni della Corte.

6. La pronuncia annotata, seppur collocandosi in un quadro giurisprudenziale costante e coerente nel tempo, presenta tuttavia, come altri commentatori hanno puntualmente sottolineato<sup>16</sup> alcuni specifici elementi di diversità rispetto al passato.

La prima peculiarità risiede nell'esame, da parte della Corte di giustizia, del DPCM 10 giugno del 2004 il quale, come si è visto *supra* (cfr. paragrafo 1), è stato emanato in attuazione della normativa sostanziale in materia di dismissione di partecipazioni statali e, in particolare, disciplina i criteri di utilizzo dei poteri speciali attribuiti alle autorità statali sulle società privatizzate operanti in settori strategici, non il contenuto sostanziale dei poteri medesimi.

La limitazione dell'oggetto del giudizio da parte dei giudici comunitari appare piuttosto precisa: *“è vero che la Commissione sviluppa argomenti critici riguardo ai poteri speciali posti in essere dal decreto legge n. 332/1994, tuttavia essa non li rimette in questione e contesta soltanto i criteri che consentono il loro esercizio. Poiché l'asserito inadempimento riguarda solo i criteri definiti dall'art. 1, comma 2, del decreto del 2004, occorre statuire unicamente sulla conformità di questa disposizione con il diritto comunitario”* (punti 30 e 31 della decisione in commento).

E' stato in proposito sostenuto che appare *“evidente come la procedura che ha dato luogo alla sentenza sia stata attivata con lo scopo di far valutare la compatibilità dei poteri speciali ma formalmente sia stata (o*

---

<sup>15</sup> I. DEMURO, *“La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share”*, in *Giurisprudenza commerciale* n. 4 del 2009, p. 640 e ss.gg; si vedano, in particolare, le pp. 645 e 646.

<sup>16</sup> I. DEMURO, *ibidem*, p. 640 e ss.gg.

*abbia dovuto essere) incentrata sui presupposti per il loro esercizio”<sup>17</sup>. A sostegno si adducono le conclusioni dell’avvocato generale Colomer del 6 novembre 2008, nella parte in cui si afferma che “le circostanze di tale ricorso devono essere considerate quanto meno strane: si chiede alla Corte di giustizia di pronunciarsi sulla proporzionalità dell’esercizio di alcuni poteri speciali senza chiedere una previa opinione della Corte in merito alla compatibilità di tali prerogative con le libertà fondamentali garantite dal Trattato CE. Poiché non si può escludere l’ipotesi di un ulteriore ricorso al riguardo, invito la Commissione ad improntare il proprio impegno inquisitore ad una certa coerenza, che gioverebbe altresì all’economia processuale, garantendo un miglior utilizzo delle risorse pubbliche” (punto 34 delle conclusioni dell’avvocato generale).*

Appare condividibile la qualifica, da parte dei commentatori, del ragionamento della Corte come “*ineccepibile da un punto di vista procedurale*” ma [...] *alquanto debole*” dal punto di vista sostanziale<sup>18</sup>. Non v’è dubbio, tuttavia, che, in ossequio alle indicazioni della Commissione, i giudici abbiano nettamente *bypassato* il sindacato sulla legittimità dei poteri speciali.

La “debolezza” del ragionamento della Corte potrebbe dunque autorizzare conclusioni di siffatto ordine: nonostante la netta condanna dello Stato italiano, *de jure condendo* si potrebbe ipotizzare la sanatoria dell’ inadempiamento con una mera revisione dei criteri contenuti nel DPCM 10 giugno 2004 alla luce delle censure di indeterminatezza e sproporzione sollevate dalla Corte di Giustizia, ferme restando le vigenti norme sostanziali in tema di privatizzazioni; un’impostazione di tal fatta, in astratto, non contrasterebbe neppure con il citato documento della Commissione del 22 luglio 2007, nella misura in cui la Commissione sottolinea che la Corte non ha del

---

<sup>17</sup> I. DEMURO, *ibidem*, p. 643.

<sup>18</sup> I. DEMURO, *ibidem*.

tutto escluso l'utilizzo delle *golden shares*, ma ne ha condizionato l'esistenza e l'esercizio a severi requisiti formali e sostanziali.

Altro aspetto peculiare della sentenza che si annota<sup>19</sup> concerne l'innovativo inquadramento delle norme oggetto di valutazione (nella specie, il DPCM 10 giugno 2004) nel sistema di principi e regole del diritto comunitario.

Come ricordato al paragrafo 5, la Corte di Giustizia perviene a una pronuncia di inadempimento rilevante sotto il duplice aspetto della violazione del diritto di stabilimento (articolo 43 CE) e della libera circolazione di capitali (articolo 56 CE). L'operazione ermeneutica della Corte, nel disattendere (cfr. *supra*, paragrafo 5) l'indirizzo auspicato dall'avvocato generale, inquadra nel contesto dell'articolo 43 e 56 CE le norme interne che consentono all'autorità statale di opporsi all'acquisizione di partecipazioni o alla conclusione di patti tra azionisti che rappresentano una determinata percentuale dei diritti di voto nelle società nazionali (articolo 2, comma 1, lettere *a*) e *b*) del decreto-legge n. 332/1994) e, dall'altro lato, rapporta all'articolo 43 CE la normativa nazionale che fissa i criteri di esercizio del potere speciale dello Stato di porre un veto alle decisioni delle società nazionali considerate relative al loro scioglimento, al trasferimento dell'azienda, alla fusione, alla scissione, al trasferimento della sede sociale all'estero, al cambiamento dell'oggetto sociale nonché alle modifiche dello statuto che sopprimono o modificano i poteri speciali (articolo 2, comma 1, lettera *c*) del decreto-legge n. 332/1994).

Si tratta di un *revirement* piuttosto notevole nel quadro giurisprudenziale più recente<sup>20</sup>: la Corte sancisce infatti che “*la normativa nazionale che non è destinata ad applicarsi esclusivamente alle partecipazioni tali da conferire una sicura influenza sulle decisioni di una società e da consentire*

---

<sup>19</sup> I. DEMURO, *ibidem*, p. 644; si veda altresì la giurisprudenza e la dottrina ivi citata.

<sup>20</sup> Si veda, sopra tutte, la sentenza 28 settembre 2006 nelle cause riunite C-282/04 e C-283/04, Commissione c. Paesi Bassi. I

*di indirizzarne le attività, ma che si applichi indipendentemente dall'entità della partecipazione detenuta da un azionista in una società, può rientrare nell'ambito di applicazione sia dell'art. 43 CE, sia dell'art. 56 CE"* (punto 36 della sentenza annotata).

Facendo luogo al criterio secondo cui rientrano nelle disposizioni di cui all'art. 56 CE, *"gli investimenti diretti, vale a dire gli investimenti di qualsiasi tipo effettuati dalle persone fisiche o giuridiche e aventi lo scopo di stabilire o mantenere legami durevoli e diretti tra il finanziatore e l'impresa cui tali fondi sono destinati per l'esercizio di un'attività economica"*, si asserisce che *"tale obiettivo presuppone che le azioni detenute dall'azionista conferiscano a quest'ultimo la possibilità di partecipare effettivamente alla gestione di tale società o al suo controllo"* (punto 35 della sentenza). Dunque, pur ammettendo che i citati poteri di opposizione all'acquisizione di partecipazioni rilevanti e alla conclusione di patti parasociali tra azionisti che rappresentino una determinata percentuale di diritti di voto rientrano nell'ambito applicativo di cui all'articolo 56 CE, la norma italiana si riferisce a *"percentuali che devono permettere agli interessati di partecipare effettivamente alla gestione di detta società"* (punto 36 della pronuncia annotata); ove la società abbia un azionariato fortemente diffuso, *"non è tuttavia escluso che i detentori di partecipazioni corrispondenti a tali percentuali abbiano il potere di esercitare una sicura influenza sulla gestione di una siffatta società e di indirizzarne le attività"*, il che ricade nelle disposizioni di cui all'art. 43 CE. L'esercizio di tali poteri, dunque, deve essere valutato in seno ad entrambe le disposizioni del Trattato.

Relativamente al citato potere di veto in ordine a talune decisioni di una società nazionale, la Corte afferma che *"tale potere riguarda decisioni rientranti nella gestione della società e, pertanto, concerne soltanto azionisti in grado di esercitare un'influenza sicura sulle società considerate, cosicché i criteri relativi all'esercizio di siffatto potere devono essere esami-*

*nati sotto il profilo dell'art. 43 CE". Del resto, ammesso che tali criteri producano effetti restrittivi sulla libera circolazione dei capitali, questi sarebbero l'inevitabile conseguenza di un eventuale ostacolo alla libertà di stabilimento e non giustificerebbero un esame autonomo alla luce dell'art. 56 CE. Si conclude dunque che (punto 39 della sentenza) "l'esame dei criteri relativi all'esercizio del potere di veto deve essere effettuato unicamente sotto il profilo dell'art. 43 CE".*

*A contrario, nella sentenza del 28 settembre 2006, C-282/04 e C-283/04 (Commissione c. Paesi Bassi), la Corte ha accolto l'indirizzo prospettato dall'avvocato generale<sup>21</sup>, ritenendo che "laddove le golden shares in esame comportano restrizioni alla libertà di stabilimento, tali restrizioni sono la conseguenza diretta degli ostacoli alla libera circolazione dei capitali esaminati in precedenza, da cui risultano inscindibili. Pertanto, essendo stata riscontrata una violazione dell'art. 56, n. 1, CE, non è necessario esaminare in separata sede le misure controverse alla luce delle norme del Trattato relative alla libertà di stabilimento<sup>22</sup>" (punto 43 della sentenza 28 settembre 2006 – Commissione c. Regno dei Paesi Bassi, cause riunite C-282/04 e C-283/04), approccio del tutto diverso rispetto a quello seguito dalla sentenza che si annota: la quale, come è stato correttamente sottolineato<sup>23</sup>, consente che dalla violazione della libertà di circolazione dei capitali discenda l'autonoma violazione della libertà di stabilimento.*

*Mariadele Cucinotta*

Addetta al Servizio Studi  
della Camera dei Deputati

<sup>21</sup> Conclusioni dell'avvocato generale Poiras Maduro, presentate il 6 aprile 2006, punto 41.

<sup>22</sup> La pronuncia all'uopo rimanda alla sentenza 13 maggio 2003, causa C-463/00, Commissione/Spagna, punto 86)

<sup>23</sup> I. DEMURO, *ibidem*, p. 646.